

THÉMATIQUE



DIDIER BOROWSKI,
Responsable Global Views



PIERRE BLANCHET,
Responsable Investment Intelligence

La BCE serait confrontée à une difficulté opérationnelle et un obstacle politique

Global Views est une nouvelle équipe au sein de la Recherche Globale chargée de consolider la réflexion d'Amundi sur les thématiques macroéconomiques et stratégiques.

Contrôler la courbe des taux pendant la phase de reprise

Parmi les outils à leur disposition pour soutenir la reprise économique après la crise du Covid-19, les banques centrales pourraient recourir au contrôle de la courbe des taux. Bien que séduisante, la mise en œuvre et les risques associés à la sortie d'une telle politique en contrebalancent les avantages, notamment dans la zone euro. De plus, l'impact sur les marchés financiers pourrait être considérable puisque les actifs sans risques « contrôlés » pourraient temporairement perturber les actifs risqués.

Les taux directeurs des banques centrales (BC) étant proches de zéro, les politiques de contrôle de la courbe des taux font à nouveau parler d'elles. Dans le cadre de stratégies de contrôle de la courbe des taux, **les BC cherchent à contrôler un point ou un segment spécifique de la courbe des taux** (souvent l'échéance à 10 ans). Pour ce faire, la BC s'engage implicitement à acheter (ou à vendre) les quantités de titres nécessaires pour atteindre son objectif. Si le CB est crédible, grâce aux arbitrages du marché, les rendements obligataires ont tendance à se rapprocher de leur cible. Dans la pratique, le contrôle de la courbe des taux s'apparente souvent à une forme de QE, mais avec des modalités très différentes puisque dans ce cas les achats de titres s'ajustent aux rendements obligataires et non l'inverse. **La BC perd le contrôle de son bilan.** Un tel ancrage des rendements pourrait même conduire la BC à réduire son bilan si la demande des investisseurs privés excède les besoins de financement (nouvelles émissions et refinancements).

Le contrôle de la courbe des taux n'est pas envisageable pour la BCE

Une politique de contrôle de la courbe des taux a été mise en œuvre aux États-Unis dans la période d'après-guerre (jusqu'en 1947), puis plus récemment en Australie et depuis 2016, la BoJ a clairement cherché à maintenir le rendement de son taux à 10 ans à zéro. Cette politique, combinée à des taux directeurs négatifs, a été fructueuse au Japon, car elle a permis à la BoJ de réduire ses achats d'obligations et de contenir son bilan. Le contrôle de la courbe des taux peut s'envisager dans les « vraies » unions monétaires comme les États-Unis, le Japon ou le Royaume-Uni, où il n'existe qu'un seul instrument de dette du gouvernement (central).

Il n'est, en revanche, pas envisageable dans la zone euro pour au moins deux raisons. Tout d'abord, **la BCE devrait gérer plusieurs courbes de rendement simultanément.** En plus de la difficulté opérationnelle que cela représente, ceci poserait un **obstacle politique**, la BCE n'ayant aucune légitimité pour estimer le risque de crédit lié à chaque dette souveraine. Deuxièmement, la BCE serait confrontée à un problème juridique, car elle devrait s'engager à acheter des actifs en dehors de toute règle de **proportionnalité**, voire même à monétiser la dette publique, ce que le traité de Lisbonne interdit. Pour autant, si la Fed ou la BoE optent pour un contrôle de leur courbe de taux, cela aura probablement des répercussions sur les taux allemands, car les investisseurs arbitrent les *spreads* entre les nations. Enfin, la clôture d'un programme de contrôle de la courbe des taux comporte des risques importants, car le marché obligataire pourrait s'ajuster brusquement et en neutraliser les bénéfices.

L'emprisonnement des taux sans risque libère les actifs risqués

En ce qui concerne la Fed, un contrôle temporaire du segment à court terme de la courbe aligné sur les « dots » (prévisions de la Fed), combiné à un assouplissement quantitatif sur les segments à moyen et long terme pourrait s'avérer efficace tant en termes de rapport coût/bénéfice que de risque de sortie. Une combinaison contrôle de la **courbe des taux + QE** signifie que l'ajustement des « actifs sans risque » au cycle économique nominal ne se produira pas, du moins temporairement, à moins d'une évolution de la prime de terme. Ces politiques de plafonnement du rendement devraient donc affecter les **mouvements simultanés des actifs financiers** (volatilité et corrélation).

THÉMATIQUE

pendant la phase de reprise en les éloignant de leurs niveaux habituels et en stimulant les **rendements des actifs risqués non contrôlés**.

Concrètement, si les rendements des bons du Trésor et des obligations restent bas et stables et que la courbe de taux reste plate alors que les attentes des investisseurs en matière de croissance s'améliorent, les **« actifs non contrôlés »** tels que les actions devraient bénéficier de **valorisations artificiellement élevées**. Toutefois, ils feraient également l'objet d'une plus grande volatilité puisque ces actifs deviendraient le substitut de marché pour les variations des prévisions de croissance nominale tandis que la corrélation de leurs rendements avec les obligations se rapprocherait de zéro. De plus, les taux sans risque devraient également influencer les titres de crédit IG offrant des rendements anticipés plus élevés de façon plus significative

que les titres de **crédit HY sur une base ajustée de la volatilité**. Enfin, la courbe des taux demeurant plate, quelle que soit la vigueur de la reprise économique, la **dette émergente en devises fortes** bénéficierait d'un soutien en termes de valorisations et d'un afflux d'investisseurs en quête de rendement.

Néanmoins, l'incertitude entourant les taux sans risque « naturels » devrait entraîner une hausse des primes de risque, une diminution des corrélations entre les classes d'actifs et un avantage de diversification potentiellement moindre pour les stratégies équilibrées. Ainsi, si la formule contrôle de la courbe des taux + QE est de nature à remettre plus rapidement l'économie américaine sur les rails, elle risque également de **faire dérailler les marchés financiers**, ne serait-ce que provisoirement.

Achévé de rédiger le 22/05/2020

THÉMATIQUE

Consommateurs américains affaiblis mais résilients



ANNALISA USARDI, CFA
Économiste Senior



PARESH UPADHYAYA
Responsable Strategie FX, US
Gérant Amundi Pioneer

À mesure que le revenu total du travail tombe en flèche, la consommation personnelle devrait s'effondrer au deuxième trimestre, dans une mesure bien plus importante que celle observée lors de la crise de 2008

Le soutien massif du gouvernement et le bilan sain des ménages permettent à ces derniers de faire face à une récession relativement courte mais très profonde. Nous surveillons de près les données relatives au chômage, tant en termes d'ampleur que de durée, afin d'évaluer la capacité de remboursement des consommateurs. Le soutien du gouvernement continue à assurer la stabilité des marchés financiers. Nous estimons que ce contexte est propice à une gestion active et percevons des opportunités sélectives parmi les actions et les titres obligataires américains.

Tandis que les États-Unis s'enfoncent dans leur pire récession depuis la Seconde Guerre mondiale, voici quatre questions clés à examiner : (1) Comment, jusqu'à présent, la crise a-t-elle affecté le marché du travail américain ? (2) Où en sont les consommateurs américains ? (3) Quelles sont les principales vulnérabilités en matière d'endettement ? (4) Quelles sont les perspectives de défaillance en matière de crédits immobiliers, de cartes de crédit et de prêts automobiles ?

Comment, jusqu'à présent, la crise a-t-elle affecté le marché du travail américain ?

La crise du Covid-19 a provoqué une augmentation sans précédent des demandes d'allocations-chômage et des réductions d'effectifs, détruisant la quasi-totalité des emplois créés au cours de la plus longue période d'expansion économique jamais enregistrée. D'après les données disponibles, les pertes d'emplois se concentrent à ce jour dans les secteurs les plus exposés à la crise, à savoir les secteurs des services. Ceux qui sont les plus touchés, tant en termes absolus que relatifs, sont les loisirs et l'hôtellerie, suivis par le commerce, les transports et les services aux collectivités. En mars et avril, plus de 21 millions d'emplois ont été détruits aux États-Unis. Ces emplois se concentrent essentiellement dans les services du secteur privé (84 % du total des emplois perdus), avec près de 18 millions de pertes d'emploi, soit 17 % des emplois existants avant la crise du Covid-19. Le secteur des services représente environ 71 % du marché du travail américain. Jusqu'à présent, ce sont surtout les personnes et les secteurs les moins bien rémunérés qui ont été touchés par les licenciements, ce qui a entraîné une modification de

la composition des effectifs salariés poussant temporairement le salaire horaire moyen à la hausse, à la fois globalement et dans les différentes catégories. Nous nous attendons toutefois à ce que ce phénomène soit temporaire. Le total des heures travaillées étant en baisse en raison de la diminution du nombre d'heures et du nombre de salariés, l'indicateur du revenu total du travail que nous suivons pour mesurer les tendances futures de la consommation devrait s'effondrer au deuxième trimestre et ce, dans une mesure nettement supérieure à celle observée lors de la crise de 2008.

La façon dont le consommateur américain se relèvera de ce choc est étroitement liée aux niveaux de faiblesse qui persisteront dans le marché du travail. Or, les données d'avril indiquent qu'une proportion assez importante de personnes ont été mises au chômage partiel et non pas licenciées définitivement. Pour évaluer la vitesse à laquelle le marché du travail pourra se redresser, il faudra absolument surveiller la vitesse à laquelle les demandes d'allocations en cours diminuent à mesure que les États se déconfinent. En outre, alors que tous les regards scrutent le taux de chômage, il convient de mentionner que cet indicateur ne peut pleinement rendre compte de la faiblesse du marché du travail et, à notre sens, qu'il devrait être suivi de près en parallèle du taux d'activité. Le taux d'activité a baissé de 2,5 points de pourcentage en avril pour atteindre 60,2 % (-0,7 pp en mars). Ce taux constitue une variable clé à surveiller pour déterminer dans quelle mesure le choc perdure, c'est-à-dire si la baisse est une réponse temporaire à la restriction de la mobilité des personnes ou le signe d'une faiblesse bien plus importante du marché du travail.

THÉMATIQUE

Les ménages américains sont entrés dans la crise avec un bilan et des fondamentaux solides

Nous anticipons une contraction de l'économie américaine située entre -4,5 % et -6,5 % en 2020 et une progression du taux de chômage jusqu'à 21 % entre mai et juin. Ce dernier devrait ensuite diminuer progressivement tout au long de l'année, tout en se maintenant dans une fourchette moyenne de 10 à 12 % en 2020.

Les fondamentaux de la consommation américaine étaient solides avant la crise

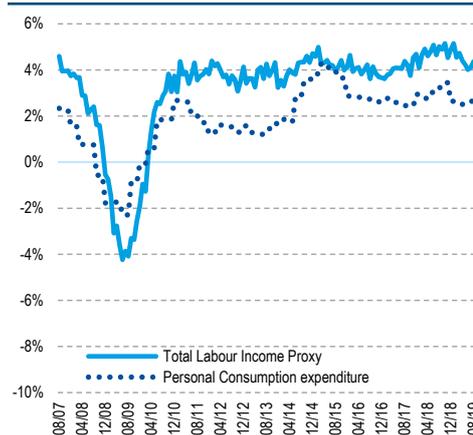
Les ménages américains sont entrés dans la crise avec un bilan et des fondamentaux solides. Selon la Fed, la dette des ménages en pourcentage du revenu personnel disponible a fortement diminué, passant d'un pic de 133,5 % au quatrième trimestre 2007 à 97,1 % au quatrième trimestre 2019 (Graphique 1). La capacité des ménages à assumer le service de leur dette, c'est-à-dire leur capacité à payer les intérêts de leur dette en pourcentage de leur revenu disponible, s'élevait à 9,7 %, soit le niveau le plus bas depuis le début de la série en 1980. En outre, le taux d'épargne des particuliers s'élevait à 9 % en février, son niveau le plus élevé depuis 2012. Or les premiers indicateurs laissent apparaître que les consommateurs ont fortement augmenté leur épargne depuis le début de la pandémie, le dernier taux d'épargne atteignant 13,1 % en mars. C'est là son niveau le plus élevé depuis 1981.

La période de confinement et les préoccupations sanitaires liées au

Covid-19 ont lourdement pesé sur le consommateur américain. L'indice de confiance des consommateurs du Conference Board est tombé de 118,8 en mars à 86,9 en avril, son plus bas niveau depuis mai 2014. Le sentiment des consommateurs est le reflet entre autres de la faiblesse du marché du travail. L'indicateur de perception du marché de l'emploi mesurant le différentiel entre le pourcentage de ceux estimant que les emplois sont abondants et ceux qui estiment qu'ils sont plus difficiles à trouver est tombé de +29,5 en mars à -13,6 en avril (graphique 2). Trente-trois millions de personnes ont perdu leur emploi entre le 20 mars et le 1^{er} mai et, selon un sondage Experian, 61 % des consommateurs interrogés étaient inquiets quant à la sécurité de l'emploi, tandis que 78 % déclaraient que le revenu de leur ménage avait été négativement affecté par la récession pandémique.

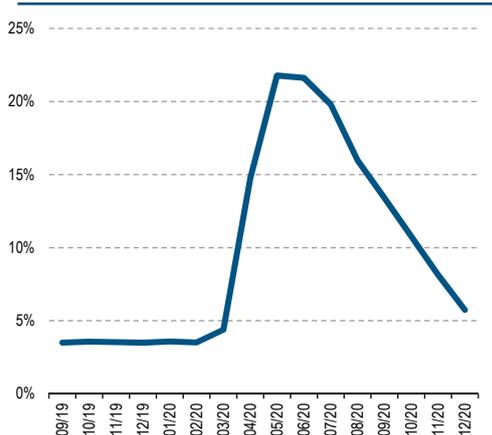
Pourtant, selon le Conference Board, les consommateurs restent optimistes quant à l'amélioration des conditions dans les six prochains mois, ceux qui tablent sur une hausse nette passant de +2,3 en mars à +14,3 en avril. L'enquête du NFIB (*National Federation of Independent Business*) menée le 12 mai a révélé que 78 % des chômeurs s'attendent à être réembauchés avant la fin de l'année. Les programmes de relance budgétaire du gouvernement et les prestations plus généreuses de l'assurance chômage pourraient contribuer à dissiper en partie les inquiétudes des consommateurs.

1/ Revenu total de la main-d'œuvre par rapport à la dépense de consommation (réelle) en ga



Source : Recherche Amundi, Bloomberg, données au 10 mai 2020

2/ Évolution probable du taux de chômage



Source : Recherche Amundi, Bloomberg, données au 10 mai 2020

THÉMATIQUE

Nous distinguons trois domaines dans lesquels le consommateur pourrait s'avérer plus vulnérable : les dettes de cartes de crédit, les prêts automobiles et les prêts étudiants

Principales vulnérabilités liées à la dette

Comme on pouvait s'y attendre, de nombreux Américains commencent à s'inquiéter de leur capacité à rembourser leurs dettes, comme les prêts étudiants, les crédits immobiliers et les factures de cartes de crédit. Le taux de nouveaux impayés des ménages, à savoir les arriérés de 30 jours ou plus, était de 4,61 % au premier trimestre 2020. Notre analyse du rapport sur la dette et le crédit des ménages de la Réserve fédérale de New York a révélé que la dette totale des ménages est passée de 3,5 % en glissement annuel au premier trimestre 2019 à 4,6 % au premier trimestre 2020, soit la croissance la plus rapide en près de trois ans. Le ratio d'endettement des ménages par rapport au PIB, aujourd'hui à 75,4, reste toutefois nettement en deçà des sommets atteints lors de la crise financière mondiale (98,6). Nous prévoyons un ralentissement spectaculaire de la croissance des crédits.

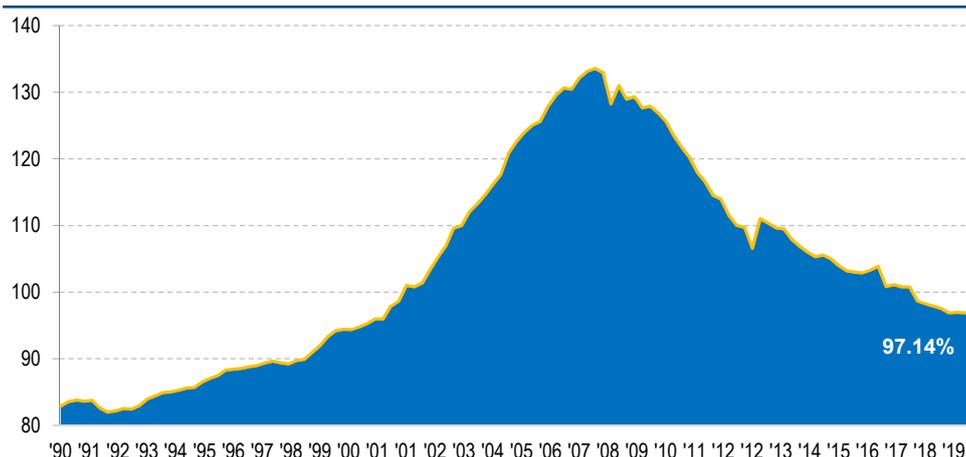
Nous distinguons trois domaines dans lesquels le consommateur pourrait s'avérer plus vulnérable : les dettes de cartes de crédit, les prêts automobiles et les prêts étudiants. D'après notre analyse, les crédits immobiliers résidentiels ne semblent pas soumis à des tensions particulières, cependant la gravité de cette récession augmente le risque dans ce domaine (graphique 3). La loi CARES (Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act) permet aux emprunteurs dont les prêts immobiliers sont assurés par

le gouvernement fédéral et qui sont confrontés à des difficultés financières de demander jusqu'à un an de report de leurs échéances. En avril, les détenteurs de plus de 7 % de tous les crédits immobiliers ont choisi de reporter leurs échéances de 90 jours, selon Black Knight, une société de recherche spécialisée sur les crédits immobiliers. Il semblerait toutefois que les consommateurs continuent à effectuer leurs remboursements, même lorsqu'ils ont obtenu un report de leurs échéances. Ce sont les prêts étudiants qui affichent les taux d'impayés les plus élevés, mais le gouvernement américain a automatiquement suspendu le remboursement du principal comme des intérêts des prêts étudiants fédéraux jusqu'au 30 septembre 2020, ce qui représente 85 % de l'ensemble des prêts étudiants.

Selon le rapport trimestriel de la Fed sur l'endettement des ménages, les impayés de cartes de crédit, prêts automobiles et crédits immobiliers résidentiels restent globalement stables.

- Les impayés de cartes de crédit ont légèrement augmenté, passant de 6,71 % au premier trimestre 2019 à 6,84 % au premier trimestre 2020, soit un gain de 1,77 % depuis le point bas du deuxième trimestre 2016. Le taux d'arriérés graves (absence de paiement de plus de 3 mois) est passé de 5,04 % à 5,31 % au premier trimestre 2020. Le taux d'impayés de cartes de crédit est resté inchangé par rapport à l'an dernier et se situe à 4,6 % au premier trimestre 2020.

3/ Dette des ménages américains en pourcentage du revenu disponible



Source : Recherche Amundi, Bloomberg, dernières données au 31/12/19.

THÉMATIQUE

- Les impayés des prêts automobiles ont diminué, passant de 7,07 % au premier trimestre 2019 à 6,89 % au premier trimestre 2020. Les prêts automobiles à court terme et ceux pour les véhicules d'occasion ont tendance à être accordés à des acheteurs plus prudents qui remboursent de manière plus fiable.
- Les impayés des crédits immobiliers résidentiels sont en léger recul, passant de 3,5 % au premier trimestre 2019 à 3,48 % au premier trimestre 2020. La hausse des prix de l'immobilier (et la baisse du ratio prêt/valeur qui en découle), la croissance constante des revenus et l'économie globalement robuste en 2019 ont contribué à faire baisser le taux des impayés au quatrième trimestre.

Évaluation du risque d'endettement des consommateurs

Notre analyse est basée sur une mesure ajustée des variations économiques de la performance des actifs en comparant le pourcentage de prêts nouvellement en souffrance pour 100 000 demandes initiales d'allocation-chômage. Lorsque ce ratio est élevé, il indique que les pertes d'emploi entraînent une augmentation des impayés supérieure à la moyenne, ce qui signale une faible performance du crédit au regard de la situation économique. Ce ratio est un outil efficace pour évaluer les vulnérabilités potentielles en matière de remboursement de la dette, ajusté en fonction de la conjoncture économique.

Selon la plupart des économistes, la performance du crédit à la

consommation est fortement corrélée aux demandes initiales d'allocation-chômage ou à d'autres paramètres du marché du travail comme le taux de chômage. Selon nos analyses, les cartes de crédit et les prêts automobiles risquent de faire l'objet d'impayés plus importants, avec des performances ajustées des variations économiques faibles. La hausse des impayés des prêts automobiles au cours du quatrième trimestre 2019 est déconcertante, dans la mesure où la combinaison d'une économie robuste et d'un faible taux de chômage au cours des dernières années aurait dû se traduire par une tendance à la baisse des impayés. Ceux-ci pourraient s'expliquer par une croissance plus faible des revenus et une augmentation des prêts automobiles accordés aux emprunteurs à risque ayant une mauvaise cote de crédit.

En revanche, les résultats du premier trimestre indiquent que les performances des crédits immobiliers résidentiels, corrigées des variations économiques, se sont améliorées. Le taux de nouveaux impayés est resté stable, tandis que les demandes initiales d'allocation-chômage ont légèrement augmenté au quatrième trimestre 2019. Cela suggère qu'il n'y aurait pas de tensions notables sur le marché des crédits immobiliers.

Perspectives d'arriérés de crédits immobiliers, de cartes de crédit et de prêts automobiles

La dette des ménages américains a augmenté de 155 milliards de dollars au premier trimestre 2020 pour atteindre

4/Enquête du Conference Board - Emplois abondants vs emplois difficiles à trouver



Source : Recherche Amundi, Conference Board du 30/04/20.

THÉMATIQUE

14 300 milliards de dollars, avec en tête les crédits immobiliers (9 700 milliards de dollars) suivis par les prêts étudiants (1540 milliards de dollars), les prêts automobiles (1350 milliards de dollars) et les cartes de crédit (890 milliards de dollars).

Nous avons calculé par régression les variations annuelles du taux de chômage par rapport au taux d'impayés de 90 jours depuis 1999 afin de déterminer le risque de défaillance et nous avons utilisé des lignes de tendance linéaires pour faire apparaître la relation anticipée entre l'augmentation des défaillances des prêts et le chômage. Il en ressort qu'avec une hausse de 1% du taux de chômage, les défaillances pourraient augmenter de 0,1%, 0,9% et 0,9% pour les prêts automobiles, les cartes de crédit et les prêts immobiliers, respectivement. En nous basant sur la moyenne pondérée des prévisions de chômage de Bloomberg, qui est de 9,7% à fin 2020, nous estimons les taux d'impayés à 90 jours à 3,0%, 10,6% et 6,5%, respectivement, contre 2,4%, 5,3% et 1,1% au quatrième trimestre 2019 et 3,5%, 11% et 8,4% au plus fort de la récession cyclique « typique » de 2009.

Pourquoi ce sera peut-être différent cette fois

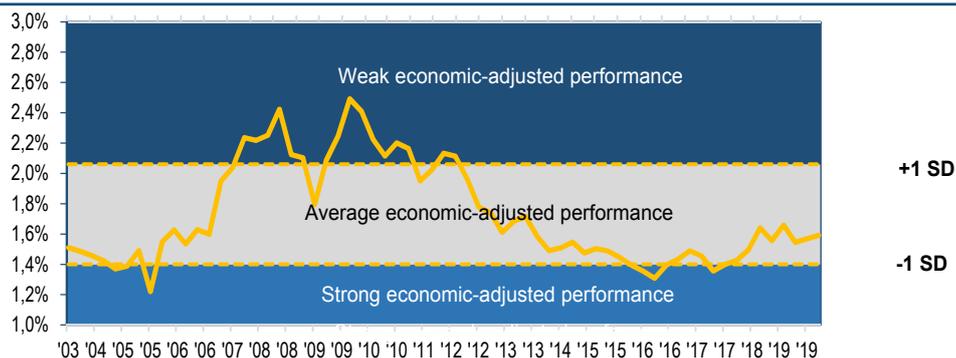
Notre analyse des défaillances potentielles part de l'hypothèse d'une récession typique. Or l'actuelle récession est loin d'être « normale ».

- Les données relatives aux créations d'emplois non agricoles ont révélé que le chômage technique concernait 18,1 millions de personnes, ce qui

représente près de 90% des pertes d'emplois. La loi CARES facilite les demandes d'allocations-chômage en supprimant l'obligation de rechercher activement un emploi. Cela pourrait impliquer un retournement plus rapide du marché du travail à mesure que l'économie redémarre.

- L'augmentation de 600 dollars par semaine des allocations-chômage qui s'ajoutent aux prestations des différents États a entraîné une hausse du revenu d'un nombre exceptionnellement élevé de personnes. La moyenne de la somme des allocations fédérales et d'État s'élève aujourd'hui à 978 dollars par semaine, contre 378 dollars par semaine avant la crise. Avant la crise, plus de la moitié des travailleurs gagnaient moins de 957 dollars par semaine, selon Countable.com. Le New York Times a récemment signalé que « dans plus de la moitié des États, les indemnités de chômage des travailleurs seraient, en moyenne, plus élevées que leur salaire habituel », ce qui permettra aux consommateurs de s'acquitter plus facilement de leurs factures. Un autre point positif est que la loi CARES a prolongé ces prestations de chômage généreuses de 13 semaines supplémentaires, ramenant leur total à 39 semaines.
- Les consommateurs prévoient d'économiser ou de dépenser les chèques de paiement direct et les allocations-chômage avec plus de prudence. D'après l'enquête Magnify Money LendingTree d'avril 2020, 42,6% des consommateurs prévoient de payer leurs factures, 28,5% de payer leur loyer/crédit et 26%

5/ Performance ajustée des variations économiques des crédits immobiliers résidentiels



Source: Federal Reserve Bank of New York 12/31/19. (Source of adjusted measures Moodys analysis titled "Post crisis low household debt delinquencies expected to rise modestly," February 12, 2019)

THÉMATIQUE

Le nombre de défaillances dépendra de la durée et de la gravité de la récession pandémique

d'épargner. De tels comportements contribueront grandement à limiter une multiplication des défaillances.

Conclusion

La crise du Covid-19 a provoqué une vague de licenciements, qui pourrait bien pousser le taux de chômage au-delà de 20 %. Pourtant, bon nombre de ces licenciements sont enregistrés comme étant temporaires de sorte qu'à l'issue du confinement la reprise pourrait s'avérer plus rapide que d'habitude à mesure que l'activité redémarre. Nous ne nous attendons pas à ce que le marché du travail se rétablisse complètement, néanmoins le taux de chômage devrait reculer au cours du second semestre en parallèle de la croissance économique. Dans un tel scénario, deux aspects essentiels sont à surveiller : (a) le taux de variation des demandes d'allocation-chômage dans les États qui se déconfinent, pour mesurer la rapidité avec laquelle les chômeurs reprennent le travail, et (b) le taux d'activité, pour évaluer la persistance de l'impact de la crise sur la main-d'œuvre. Un marché du travail sain, même s'il n'atteint pas les niveaux de plein-emploi constatés

en début 2020, sera essentiel pour évaluer la capacité de résistance du consommateur américain.

Malgré la gravité de la récession provoquée par la pandémie de Covid-19, nous estimons que les impayés pourraient s'avérer moindres que ceux enregistrés lors de récessions typiques, au vu, notamment, de la vigueur de l'économie avant la crise et du plus bas record en 50 ans du taux de chômage. La nature provisoire du chômage, l'ampleur et la durée inégales des prestations publiques et la frugalité des consommateurs devraient contribuer à minimiser le risque de multiplication des défaillances.

En définitive, le nombre de défaillances dépendra de la durée et de la gravité de la récession pandémique. Une récession brutale conjuguée à une résorption plus rapide du taux de chômage réduira les perspectives de défaillance. Tant que le pic de chômage reste transitoire, nous estimons que le bilan des ménages restera suffisamment sain pour que les consommateurs américains parviennent à surmonter cette récession particulièrement sévère mais relativement courte.

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Forecasts
Sovereign Bonds High
ESG Quant Fixed Income Yield Real Estate
Investment Strategies Asset Allocation

AVERTISSEMENT

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.msicibarra.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 par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 — Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Philippe Roy

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Responsable de la Recherche Taux et Change

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

HUANG Claire, Macrostratège, Marchés Émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Stratégiste Cross Asset

DELBO' Debora, Stratégiste Senior Marchés Émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Taux

HERVE Karine, Marchés émergents, Économiste Senior

UPADHYAYA Paresch, Responsable Stratégie FX, US, Gérant Amundi Pioneer

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior

VARTANESYAN Sosi, Marchés émergents, Économiste Senior

WANE Ibra, Stratégiste Actions Senior

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier