
La confiance
Ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT



INVESTMENT INSIGHTS | MARS 2018

Marchés émergents: comment profiter de la prochaine vague de rendements

CONDITIONS CYCLIQUES

Les ME pourraient être les premiers bénéficiaires de cette croissance synchronisée...

Dans un monde caractérisé par une croissance mondiale synchronisée, nous sommes convaincus que les marchés émergents (ME) sont idéalement positionnés pour consolider leur rôle sur la scène économique internationale. La région peut en effet tirer profit du renforcement de la demande et de la croissance dans le monde, de l'évolution positive des cours des matières premières ainsi que du maintien des échanges commerciaux. Par conséquent, l'écart entre les taux de croissance des ME et des MD devrait se creuser.

Le différentiel de croissance ME/MD se creuse



... mais les élections en 2018 pourraient bien entraîner des divergences en matière de risque géopolitique

L'instabilité politique est depuis toujours source d'inquiétudes pour les marchés émergents. Dans certains cas, elle engendre des crises économiques/financières ou, pire, des troubles sociaux voire une guerre civile. Par conséquent, pour évaluer le niveau de confiance témoignée par les investisseurs (et leurs flux d'investissement) vis-à-vis des marchés émergents, il est primordial de bien étudier ces enjeux. En 2018, de nombreuses élections se tiendront dans les marchés émergents, notamment en Amérique latine, ce qui renforcera les divergences en matière de risque géopolitique.

Un calendrier chargé en élections en 2018 pour les ME



Brésil, Colombie, Indonésie, Malaisie, Mexique, Russie, Thaïlande

FACTEURS STRUCTURELS

Le niveau de vulnérabilité est plus solide que par le passé

Les ME gagnent des places dans la chaîne de valeur

Les réformes détermineront à long terme les gagnants et les perdants



“ Selon nous, c'est par le biais d'une approche intégrée que l'on pourra cerner l'environnement complexe et en rapide mutation, en analysant les ME à travers différentes perspectives (risque pays, crédit et géopolitique; réformes à l'échelle macro comme microéconomique). ”

Source: Amundi Research, FMI, Bloomberg, CEIC. Données au 31 décembre 2017. L'indice de vulnérabilité prend en compte quatre risques macro, 1. Endettement: Dette en pourcentage du PIB 2. Liquidités externes: Réserves, Couverture des importations et Réserves de dette externe CT 3. Liquidités domestiques: Taux réels moins PIB réel 4. Financement externe: Balance courante et IDE en pourcentage du PIB.

Date de première utilisation: 31 janvier 2018. Rédigé par: Claudia Bertino et Laura Fiorot, Amundi Investment Insights Unit.

INVESTIR SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS

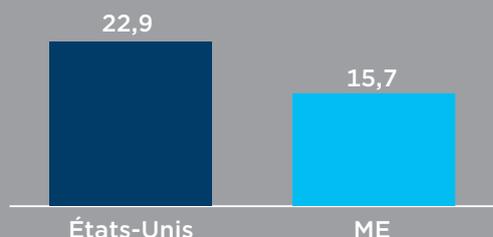
Il est temps d'exploiter les différentes opportunités d'investissement qu'offrent les ME

MAR 2018

Actions ME

1 Des fondamentaux positifs et des valorisations encourageantes

Ratio cours/bénéfices plus intéressant sur les ME qu'aux États-Unis



2 La gouvernance d'entreprise s'améliore et devient un moteur de performance clé



3 Les classe d'actifs arrivant à échéance sont sous-représentées dans les portefeuilles des investisseurs

Allocation moyenne en actions ME vs capitalisation boursière des ME (sur capitalisation boursière mondiale)

5%

Allocation moyenne en actions ME

11%

Capitalisation boursière des ME en % de la capitalisation boursière mondiale.

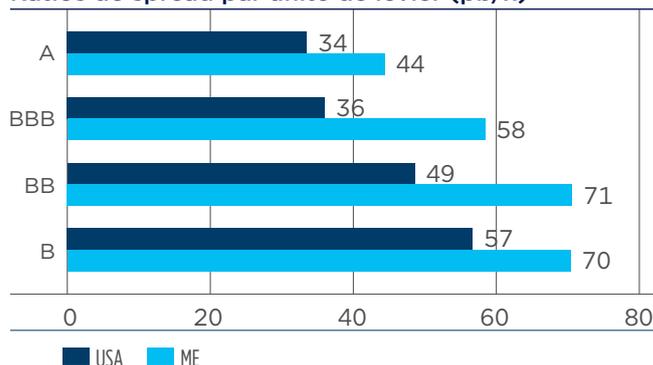
Dette ME

1 Un marché en évolution, plus résistant que par le passé

- ✓ Davantage de pays représentés dans l'indice
- ✓ Forte hausse des obligations d'entreprise
- ✓ Dette locale plus résistante en cas de dépréciation des devises

2 « Prime de risque » des obligations émergentes par rapport aux MD

Ratios de spread par unité de levier (pb/x)



3 Un large éventail d'opportunités parmi les pays, secteurs et devises

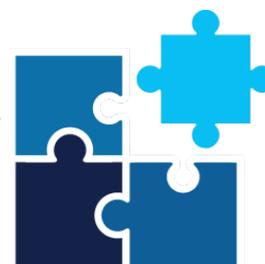
De nombreuses sources de performance

Sélection géographique

Allocation sectorielle

Devises

Taux



Source: Analyse Amundi des données Bloomberg. Données au 30 septembre 2017. Indices MSCI pour Value européen, Growth européen, Japon, États-Unis et Europe. Rendements du dividende au 30 septembre 2017.

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 (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.msibar.com)

Date de première utilisation: 31 janvier 2018. Rédigé par: Claudia Bertino et Laura Fiorot, Amundi Investment Insights Unit.



Alessia BERARDI
Économiste senior



Claudia BERTINO
Directrice d'Amundi
Investment
Insights Unit



Laura FIOROT
Directrice adjointe
Amundi Investment
Insights Unit



Giuseppina MARINOTTI
Amundi Investment
Insights Unit



Qinwei WANG
Économiste senior



Yerlan SYZDYKOV
Responsable des
Marchés émergents

« Selon nous, c'est par le biais d'une approche intégrée que l'on pourra cerner l'environnement complexe et en rapide mutation, en analysant les ME à travers différentes perspectives (risque pays, crédit et géopolitique ; réformes à l'échelle macro comme microéconomique). »

Après avoir profité d'un contexte en ébullition durant des années et d'une vive performance sur les différents marchés, les investisseurs se demandent aujourd'hui **combien de temps ce « conte de fée » peut encore durer** et quels sont les zones d'investissement qui continueront d'offrir des opportunités à court terme.

À ce titre, les actifs des marchés émergents (ME) présentent encore à nos yeux de belles opportunités de performance, notamment par rapport à leurs homologues sur les marchés développés (MD), car **les dynamiques cycliques et structurelles sont positives**. Certaines d'entre elles se démarquent : transformation des modèles économiques des pays émergents, qui s'articulent davantage autour d'une demande interne ; réformes structurelles engagées dans plusieurs pays ; amélioration de la gouvernance au sein des entreprises émergentes ; croissance positive des bénéficiaires ; développement de nouveaux marchés et secteurs.

Tous ces facteurs révèlent un sentiment optimiste à l'égard des ME et contribuent à attirer de nouveaux capitaux vers cette classe d'actifs, en particulier la dette émergente et, plus récemment, les actions émergentes. Néanmoins, **à mesure que nous progressons dans le cycle financier mondial et que l'environnement de marché devient de plus en plus incertain** (via un nouveau tour de vis monétaire de la part des banques centrales), **les investisseurs se demandent si ce boom peut encore durer**. Ainsi, quels sont les risques, opportunités et approches qui pourraient bénéficier au maximum de ce nouveau stade de marché ?

Bien que le resserrement des politiques monétaires opéré sur les MD, et en particulier aux États-Unis, engendre selon nous un certain nombre d'enjeux pour les économies émergentes et les entreprises endettées, les ME sont aujourd'hui mieux armés pour faire face à ces risques. Dans l'ensemble, ces économies sont moins vulnérables qu'elles ne l'étaient auparavant et le contexte économique mondial contribue à rendre les modèles économiques émergents plus solides. Pour ces raisons, **nous pensons que le prochain stade du cycle économique des ME se traduira davantage par une « croissance durable » et moins par une « croissance supérieure »**. Les importants écarts qui subsisteront parmi les pays engendreront différentes trajectoires et, par conséquent, différents domaines de risques et d'opportunités pour les investisseurs.

Dans ce contexte, les investisseurs devraient **réévaluer le rôle des actifs émergents au sein d'un portefeuille**. Ces derniers devraient gagner en importance dans le cadre d'une allocation d'actifs stratégique.

Les investisseurs devraient par ailleurs envisager de **ne plus considérer les actifs émergents d'une seule et même perspective** mais de privilégier une approche sélective afin d'exploiter des opportunités propres à chaque pays, secteur ou même entreprise et éviter des risques majeurs. Pour ce faire, ils devront développer une solide compréhension du contexte macroéconomique de chaque pays en vue d'identifier les meilleurs thèmes

d'investissement et de mieux exploiter leurs choix en actions et/ou obligations émergentes via une analyse « bottom-up » plus détaillée. Selon nous, c'est par le biais d'une approche intégrée que l'on pourra cerner l'environnement complexe et en rapide mutation, en analysant les ME **à travers différentes perspectives** (risque pays, crédit et géopolitique ; réformes à l'échelle macro comme microéconomique). En outre, être capable d'analyser une opportunité d'investissement en s'intéressant à la **structure du capital d'une entreprise dans son ensemble** et en rassemblant plusieurs expertises (prêts, dette, fonds propres, cas en difficulté) peut se révéler être un véritable atout concurrentiel pour générer des rendements parmi toutes les sources disponibles et exploiter les dislocations des marchés.

1. Il n'est plus question d'une simple « croissance supérieure »

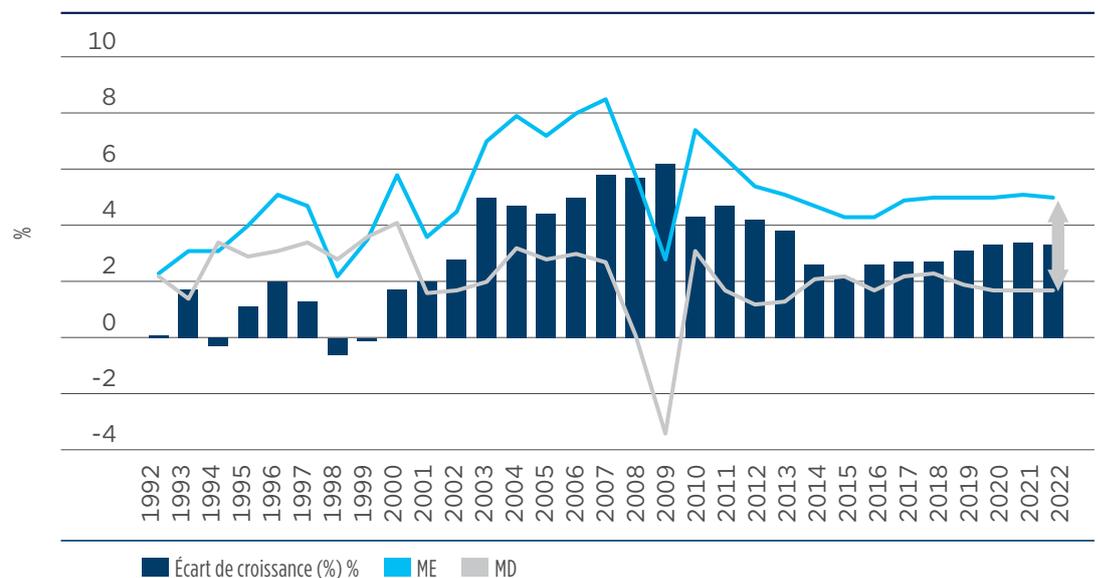
Pendant de nombreuses années, les ME ont connu une croissance supérieure, c'est-à-dire une croissance et un développement solides. Si bon nombre de ces marchés continuent de bénéficier d'une croissance significative, d'autres thèmes tout aussi importants font leur apparition. Aussi, pensons-nous que le prochain stade du cycle économique des ME se traduira davantage par une « croissance durable » et moins par une « croissance supérieure ». Cela implique d'analyser ces économies sous différentes dimensions: vulnérabilité interne et externe, risque géopolitique et réformes sur les plans macro et microéconomique. Il convient en outre de rester conscient des conditions cycliques et de l'évolution structurelle, qui peuvent être sources d'opportunités à court et moyen termes pour les investisseurs.

1. Conditions cycliques: les ME pourraient être les premiers bénéficiaires de cette croissance synchronisée

Dans un monde caractérisé par une croissance mondiale synchronisée, nous sommes convaincus que les économies émergentes sont idéalement positionnées pour consolider leur rôle sur la scène économique internationale. Ces dernières peuvent en effet tirer profit du renforcement de la demande et de la croissance dans le monde. L'évolution positive des cours des matières premières (soutenus par des facteurs cycliques), le rapport offre/demande et les échanges commerciaux qui se maintiennent pourraient également jouer en faveur de ces régions. Par conséquent, l'écart entre les taux de croissance des ME et des DM devrait se creuser.

Les marchés émergents devraient continuer de croître au rythme actuel (ou à un rythme plus soutenu), tandis que les MD seront confrontés au vieillissement de leurs populations.

Schéma 1: Croissance du PIB ME vs MD*



Source : Recherche Amundi, données du FMI. Données au 31 décembre 2017. *Estimations Amundi pour 2017 et 2018, estimation du FMI pour 2019-2022.

La croissance du PIB des ME devrait conserver son rythme soutenu actuel (voire même s'accélérer) ; en revanche, le vieillissement de la population et les hauts niveaux de la dette publique continueront de peser sur le potentiel de croissance des différentes économies de la sphère développée.

Ce paysage globalement positif n'est toutefois pas révélateur des importantes divergences qui subsistent parmi les régions et pays, notamment en ce qui concerne les perspectives de croissance et la position sur le cycle économique. À titre d'exemple, la Chine est aujourd'hui à un stade avancé de son mini-cycle. Quelques ralentissements sont à prévoir à court terme, mais rien de dramatique, et la croissance du pays devrait se stabiliser à moyen terme. La Russie, l'Inde et le Brésil émergent tout juste de leur récession en 2017. Comme indiqué ci-après, l'analyse des conditions économiques qui sous-tendent les opportunités d'investissement doit être davantage détaillée et il convient d'étudier la croissance de chacun des pays concernés afin de dévoiler leur potentiel de croissance. Nous pensons par conséquent que l'Europe centrale et de l'Est (en particulier la République Tchèque et la Pologne) bénéficiera du thème de la « Renaissance européenne ». En Asie, la Malaisie, les Philippines, la Thaïlande et la Chine pourraient profiter de la demande locale. Enfin, en Amérique latine, le Brésil connaît actuellement une accélération de sa dynamique macroéconomique.

L'inflation, qui est depuis toujours l'un des enjeux majeurs des ME, est modérée dans la plupart des pays, en partie grâce à la dissipation des effets de dépréciation des devises locales et des pressions qui pèsent sur les écarts de production négatifs (Brésil et Russie). Compte tenu des divergences entre les pays, nous anticipons une légère reprise de l'inflation, qui restera toutefois contenue dans les limites des banques centrales (BC) en dépit de la hausse des prix des matières premières et du resserrement des écarts de production, notamment en Asie et en Europe de l'Est.

Dans ce contexte de croissance et d'inflation, les banques centrales devraient maintenir une approche globalement plus neutre pour les mois à venir et ainsi adopter un ton moins conciliant dans la mesure où les écarts de production négatifs se referment. D'un autre côté, l'environnement financier mondial toujours positif devrait empêcher un durcissement excessif des politiques des banques centrales.

L'inflation modérée sur les ME devrait inciter un positionnement neutre de la part des banques centrales, et nécessiter un ton moins conciliant.

Tableau 1: Inflation des ME vs. objectifs des BC

	Économies émergentes dont l'inflation est inférieure/égale aux objectifs des BC	Économies émergentes dont l'inflation est supérieure aux objectifs des BC
2017	Brésil, République tchèque, Chili, Chine, Hongrie, Inde, Indonésie, Corée du Sud, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Afrique du Sud, Thaïlande, Taïwan	Colombie, Malaisie, Mexique, Turquie
2018	Brésil, République tchèque, Chili, Chine, Colombie, Hongrie, Inde, Indonésie, Corée du Sud, Malaisie, Pérou, Pologne, Russie, Afrique du Sud, Taïwan	Turquie, Mexique, Philippines

Source: Amundi Research. Données au 31 décembre 2017.

Plusieurs élections auront lieu en 2018 dans les pays émergents, en particulier en Amérique latine, ce qui devrait augmenter les divergences de risque géopolitique dans la région.

2. Conditions cycliques: les élections en 2018 pourraient accentuer le risque politique, tandis que les risques géopolitiques restent présents

L'instabilité politique est depuis toujours source d'inquiétudes pour les marchés émergents. Dans certains cas, elle engendre des crises économiques/financières ou, pire, des troubles sociaux voire une guerre civile. Par conséquent, pour évaluer le niveau de confiance témoignée par les investisseurs (et leurs flux d'investissement) vis-à-vis des marchés émergents, il est primordial de bien étudier ces enjeux. Outre l'évolution critique de la crise vénézuélienne¹, plusieurs élections se tiendront en 2018 dans les marchés émergents (qui comptent pour la moitié de l'univers obligataire émergent)², en particulier en Amérique latine, ce qui pourrait augmenter les divergences de risque géopolitique dans la région. En Amérique latine, les gouvernements connaissent une faible cote de popularité en raison de faits de corruption et d'une croissance morose. Un gouvernement de gauche et une nouvelle émergence du populisme sont par conséquent envisageables et peu réjouissants pour les investisseurs, qui s'inquiètent d'une absence de réformes favorables aux marchés.

¹Voir notre rapport « Le Venezuela au bord du gouffre », novembre 2017.

²Selon l'indice obligataire local Bloomberg Barclays sur les nations émergentes, 27 décembre 2017

Tableau 2: de grandes élections sont prévues en 2018

Pays	Mois	Type d'élection
Russie	Mars	Présidentielle
Colombie	Mai	Présidentielle
Indonésie	Juin	Locale
Mexique	Juillet	Informations générales
Malaisie	Août (au plus tard)	Informations générales
Brésil	Octobre	Informations générales
Thaïlande	Novembre	Informations générales

Source: Données Bloomberg, au 29 décembre 2017.

Au **Mexique**, compte tenu de la cote de popularité particulièrement faible et en baisse du président actuel Pena Nieto, ces élections pourraient être synonymes de changement, avec potentiellement une victoire du camp de gauche. Les investisseurs craignent par conséquent une approche plus radicale et la suppression des plans de réformes dans le pays. Au **Brésil**, la possibilité que l'ancien président Lula puisse de nouveau se présenter aux élections est un sujet crucial. Si ses chances d'éligibilité ont considérablement chuté depuis qu'une Cour d'appel brésilienne a confirmé à l'unanimité sa condamnation pour faits de corruption, la bataille juridique n'est pas encore terminée. Le prochain président aura l'importante responsabilité d'éviter que le pays ne suive une trajectoire davantage populiste et de poursuivre le programme de réformes dont le pays a grandement besoin. La **Colombie** organisera des élections législatives et présidentielles en 2018. Les Forces armées (anciennement) révolutionnaires (FARC) se présenteront aux élections conformément à l'accord de paix conclu avec le gouvernement. L'équilibre est fragile et les investisseurs pourraient redouter l'issue de ces élections, qui seraient susceptibles de faire dérailler la transition engagée dans le pays.

Les élections en **Russie** présentent peu d'incertitudes, avec une victoire probable de Vladimir Poutine face à une opposition quasi inexistante. En **Malaisie**, le Premier ministre actuel est annoncé favori.

Selon nous, les élections pourraient entraîner des pics de volatilité, notamment en Amérique latine, mais également offrir de nouvelles opportunités aux investisseurs. Il est par conséquent crucial de suivre l'avancée de ces événements à court terme, dans la mesure où ils influent sur la confiance des investisseurs, ainsi qu'à moyen terme pour évaluer le train des réformes.

Outre ces évolutions politiques, le contexte géopolitique restera une source de volatilité pour les marchés émergents. La Corée du Nord et le Moyen-Orient sont les régions les plus critiques car elles ont des répercussions directes sur les marchés financiers émergents comme développés.

Le protectionnisme américain demeure également un sujet à surveiller, en particulier par rapport au Mexique et à la Chine. Si la récente hausse des mesures protectionnistes initiées par le gouvernement de Donald Trump, qui cible des produits et secteurs bien spécifiques, semble pour l'heure contenue et ne vise pas à aggraver les conflits commerciaux, c'est un risque qui doit être suivi de près.

3. Dynamiques structurelles: les vulnérabilités s'estompent par rapport au passé

Outre le contexte économique et les risques géopolitiques, nous pensons qu'il sera essentiel d'étudier la vulnérabilité des marchés émergents face aux chocs externes. Les principaux risques sont selon nous un resserrement plus rapide que prévu de la Réserve fédérale américaine (Fed), avec une hausse des taux et in fine du dollar, ou des politiques protectionnistes strictes.

Depuis la Grande crise financière, l'endettement des entreprises a commencé à augmenter. Les emprunts des sociétés non financières ont connu une croissance particulièrement rapide sur tous les marchés confondus, et particulièrement en Asie. Cette tendance semble aujourd'hui se stabiliser et, dans certaines économies, les niveaux d'endettement ont commencé à diminuer depuis leur pic précédent grâce au rééquilibrage des économies qui se détournent désormais de certaines industries axées sur le crédit.

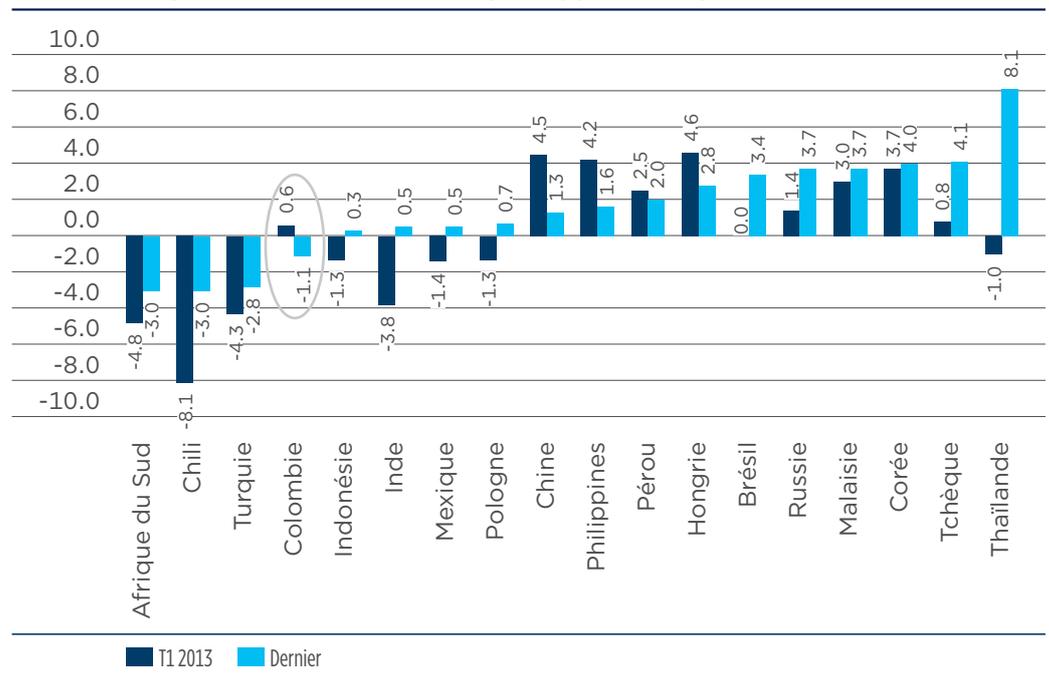
En ce qui concerne les balances extérieures, les conditions se sont nettement améliorées depuis le Taper Tantrum de 2013.

Dans la mesure où l'accumulation de la dette est favorisée par un environnement de taux bas, le resserrement potentiel des liquidités mondiales pose un problème évident de durabilité financière chez les marchés émergents.

Plus particulièrement, une normalisation plus rapide que prévu des taux d'intérêt américains exercerait des pressions sur les entreprises endettées ainsi que sur les pays fortement endettés. La vigueur du dollar américain, qui résulterait d'un resserrement monétaire plus agressif, pourrait pénaliser les entreprises présentant une asymétrie du rapport actif/passif dans leur bilan, ainsi que les pays fortement endettés en devise forte, et pourrait avoir une incidence négative sur les réserves de change nécessaires pour protéger les devises dans le cas d'une dépréciation excessive.

En ce qui concerne les balances extérieures, notre analyse indique que les conditions se sont nettement améliorées depuis le Taper Tantrum de 2013³ pour presque tous les pays, la Colombie étant la principale exception.

Schéma 2: La balance de base sur les ME (compte courant + investissements directs étrangers nets) s'est améliorée par rapport au Taper Tantrum de 2013



Source: Recherche Amundi, données du FMI. Données au 8 janvier 2018.

Le taux critique des bons du Trésor américains à 10 ans qu'il convient de surveiller en matière de tests de résistance des ME s'élève à 3,5 %.

Si nous ne pouvons exclure avec certitude des accès de volatilité sur les marchés, nous pensons que les ME devraient se révéler plus résistants et ne pas être entravés par des obstacles majeurs. Le taux critique des bons du Trésor américain à 10 ans qu'il convient de surveiller en matière de tests de résistance des ME s'élève à 3,5 %. Si ce dernier est atteint de manière soudaine, c'est-à-dire dans le cas d'un resserrement monétaire excessif de la part de la Fed, il pourrait exercer des pressions sur l'univers émergent dans son ensemble et, plus particulièrement, sur les pays qui dépendent fortement d'un financement externe.

Une hausse soudaine du cours du pétrole (envisageable si l'équilibre est rompu au Moyen-Orient) et, plus globalement, des prix des matières premières, constitue un autre sujet d'inquiétudes. Un tel scénario accentuerait l'inflation, impacterait négativement les importateurs de pétrole/matières premières, et pèserait sur les devises locales,

³Le Taper Tantrum de 2013 correspond à la forte hausse des taux des bons du Trésor américain survenue en 2013, les investisseurs ayant vivement réagi face à l'annonce de la Fed de l'injection de liquidités sur les marchés.

déclenchant potentiellement un resserrement monétaire. En outre, l'hétérogénéité resterait élevée. Des pays tels que la Chine, le Brésil, l'Inde ou encore le Mexique dépendent relativement peu des importations de matières premières, ce qui n'est pas le cas de la Corée du Sud, par exemple⁴.

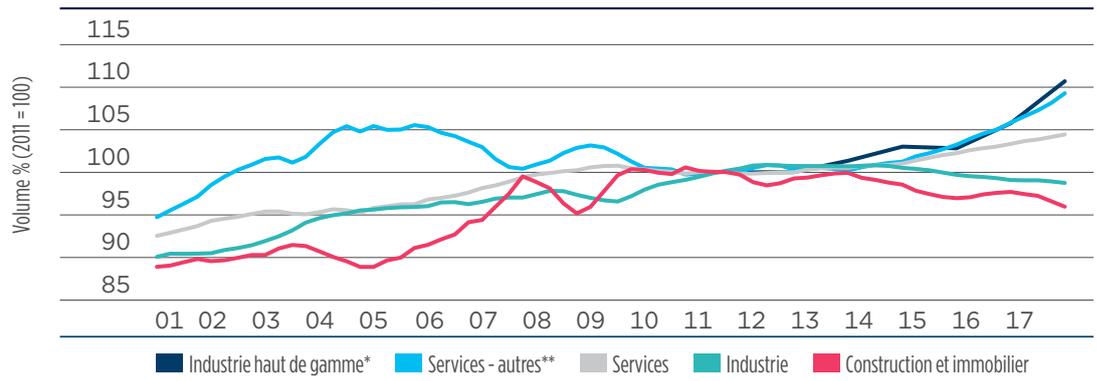
Les taux de change flexibles permettent de stabiliser automatiquement les fondamentaux dans le cas de chocs externes (choc des matières premières, notamment). Aussi, les devises pourraient avant toute chose subir les frais des ajustements dans le cas d'un choc externe et limiter ces risques.

Les économies émergentes pourraient tirer parti du contexte cyclique positif afin de stimuler leurs moteurs de croissance structurelle.

4. Dynamiques structurelles: élévation dans la chaîne de valeur

L'environnement économique porteur devrait apporter aux marchés émergents de nouvelles opportunités qui leur permettront de stimuler leur croissance à long terme grâce à des investissements de qualité, et de « monter » dans la chaîne de valeur au profit d'activités à plus forte valeur ajoutée (et au détriment des industries à faible valeur ajoutée). De notre point de vue, c'est là une condition importante car elle devrait rendre ces pays moins vulnérables aux chocs externes et faciliter la répartition des revenus et le développement de la classe moyenne. En Chine en particulier, l'économie a de moins en moins recours à la dette au profit de secteurs plus efficaces. La part de marché du secteur industriel et des employés du secteur industriel a atteint un sommet en 2012. Depuis, le niveau diminue en faveur des services et d'une industrie mieux qualifiée. La diminution de la surcapacité ces deux dernières années dans la production industrielle peu qualifiée pourrait permettre d'accélérer la deuxième étape de ce glissement en faveur des services. Une part de marché plus importante des services devrait aider à renforcer la part du travail dans le PIB et soutenir le pouvoir d'achat des ménages⁵.

Schéma 3: Part du PIB chinois par secteur



Source: CEIC, Amundi Research. Données au 8 janvier 2018. *Industrie haut de gamme: machinerie, automobile et électronique.

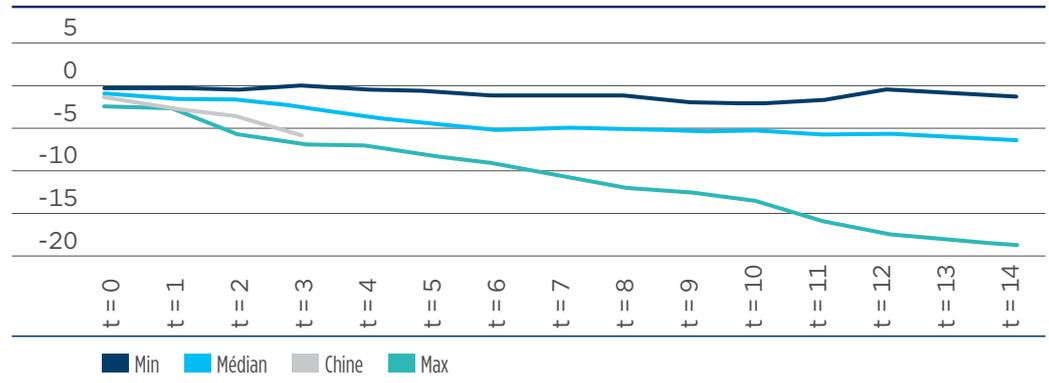
**Services - autres: services hors transport, détail & gros, hébergement & restauration et finance.

Cette transformation a encore du chemin à parcourir. Si nous comparons le cas de la Chine à celui d'autres pays du monde, nous constatons que le processus de transition commence lorsqu'un pays atteint un niveau de PIB par habitant proche de 10 000 USD (et il faut des années pour être achevé). À titre de référence, les secteurs industriels représentent aujourd'hui près de 40 % du PIB chinois, et la part est légèrement supérieure à 20 % dans les pays développés.

⁴Rapport des Nations unies sur les matières premières et le développement, 2017.

⁵Source : Document de travail du FMI « Rééquilibrage en Chine : avancement et perspectives », septembre 2016.

Schéma 4: la désindustrialisation est semblable à celle engagée dans d'autres pays. Évolution de la part industrielle nominale après le pic, en % du PIB



Source: Base de données Maddison, base de données GGDC, calculs du FMI. Remarque: T = 0 correspond à l'année où la part nominale du secteur industriel dans le PIB a atteint un sommet. Les pays représentés dans l'échantillon correspondent à neuf économies développées.

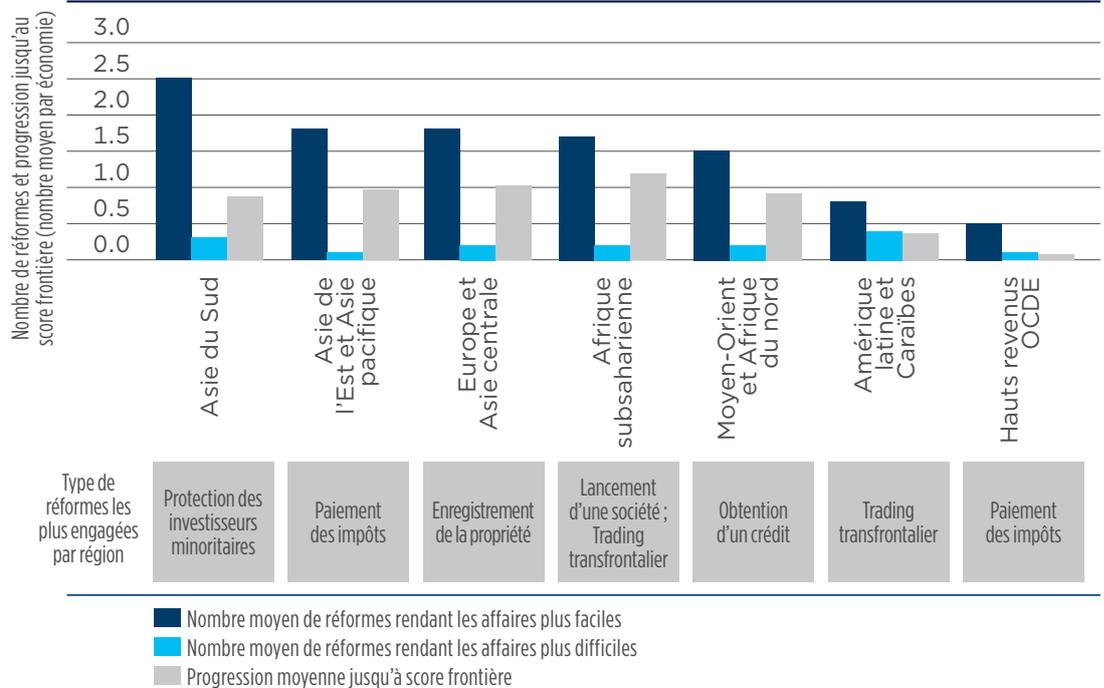
Les réformes structurelles sont un facteur important qui influe sur l'hétérogénéité des ME car elles permettent d'évaluer pourquoi ces économies évoluent à des rythmes différents.

5. Dynamiques structurelles: les réformes détermineront à long terme les gagnants et les perdants

Les réformes structurelles sont un facteur important qui influe sur l'hétérogénéité des ME car elles permettent d'évaluer pourquoi ces économies évoluent à des rythmes différents. Les pays les plus performants, c'est-à-dire ceux qui sont parvenus à mettre en œuvre le plus de réformes structurelles dans de multiples domaines (sociaux, économiques et financiers), sont les plus aptes à générer une croissance durable à moyen terme et à développer des marchés financiers attractifs.

Comme l'illustre le graphique ci-dessous, la Thaïlande, l'Inde, la Zambie et le Nigéria ont observé les améliorations les plus notables (sur la base des classements Doing Business en 2018). L'Asie du Sud était le secteur le plus actif en termes de réformes en 2017, la région ayant mis l'accent sur la protection des investisseurs minoritaires.

Schéma 5: Si le nombre moyen de réformes par économie est le plus élevé en Asie du Sud, c'est en Afrique subsaharienne que l'impact moyen est le plus important



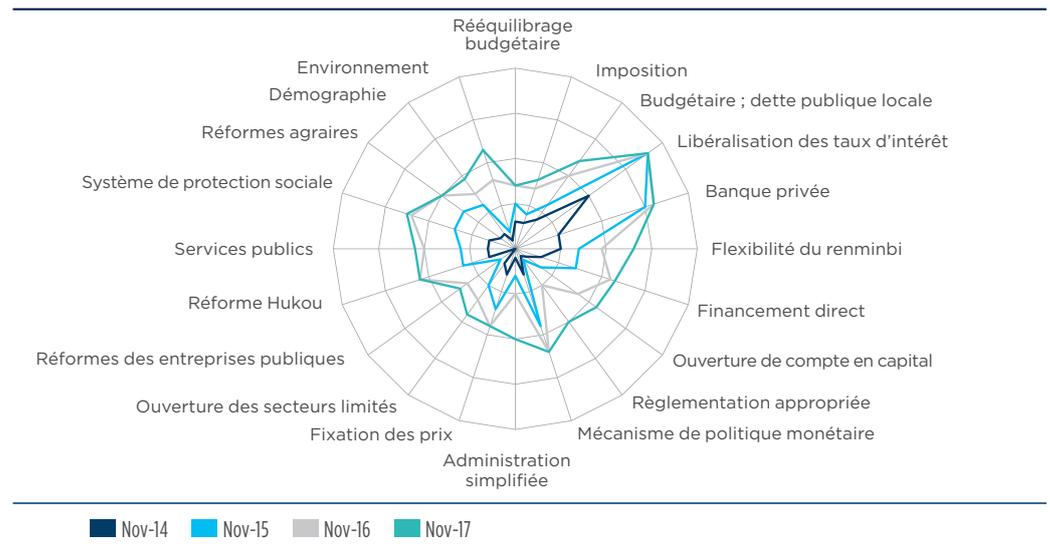
Source: Base de données Doing Business. La progression moyenne jusqu'au score frontière démontre l'évolution entre Doing Business en 2018 et Doing Business en 2017.

Quant à l'historique des mises en application des réformes structurelles, nous pensons que la Chine, l'Inde et le Nigeria sont les pays les plus attractifs.

En Chine toujours, les réformes structurelles jouent en faveur d'une « croissance de qualité », définie pour la première fois lors de la troisième assemblée plénière en 2013. Sur le plan budgétaire, d'importantes améliorations ont été réalisées, notamment le remplacement de la taxe professionnelle par une taxe sur la valeur ajoutée et l'introduction de mesures en faveur d'un rééquilibrage budgétaire entre les administrations centrales et locales. Les réformes financières avancent à bon rythme, avec la libéralisation des taux d'intérêt, l'ouverture substantielle des secteurs de la banque et de l'assurance, les efforts engagés pour briser l'ancrage du renminbi, l'inclusion dans l'indice de référence pour les marchés actions et obligataires. L'ébauche des directives réglementaires visant à regrouper les grandes sociétés de gestion d'actifs sous l'égide d'un seul et même système réglementaire unifié fait partie des autres améliorations clés. Cette nouvelle réglementation ciblera de facto les activités sous-jacentes, en couvrant par exemple les produits de gestion de patrimoine hors bilan, les fonds en ligne et autres services bancaires du système parallèle (« shadow banking »), dans l'intention d'obtenir un ensemble de réglementations mieux unifiées et appropriées et d'éviter l'apparition de nouveaux risques. C'est là une étape cruciale dans le renforcement du système réglementaire financier qui, à notre sens, constitue l'une des solutions clés face au problème de la dette en Chine (principal enjeu actuel qui pourrait nuire à la croissance future des marchés émergents). Une bonne partie des niveaux d'endettement/effet de levier/système bancaire parallèle de ces dernières années est imputable à la libéralisation financière et il suffisait simplement d'appliquer de nouvelles réglementations pour remettre à niveau, et non pas provoquer des perturbations majeures. Outre la réglementation sur la stabilité financière, les réformes continueront selon nous de porter sur l'offre (une réduction significative de la surcapacité a déjà été générée dans certains secteurs, notamment les matériaux) et sur le marché (administration publique et bureaucratie, propriété mixte des entreprises publiques). Des réformes sociales (notamment sur la répartition des revenus, la démographie, ou l'environnement) et politiques (contre la corruption) ont d'ores et déjà été engagées et leurs effets commencent à se faire ressentir. En effet, les ménages ont adapté leurs préférences d'épargne, cette dernière ayant baissé parallèlement à l'amélioration du filet de la sécurité sociale créé par la réforme sur le système de protection sociale.

Quant à l'historique des mises en application des réformes structurelles, nous pensons que la Chine, l'Inde et le Nigeria sont les pays les plus attractifs.

Schéma 6: Indicateur d'Amundi sur les réformes en Chine



Source: Amundi Research. Données au 22 janvier 2018.

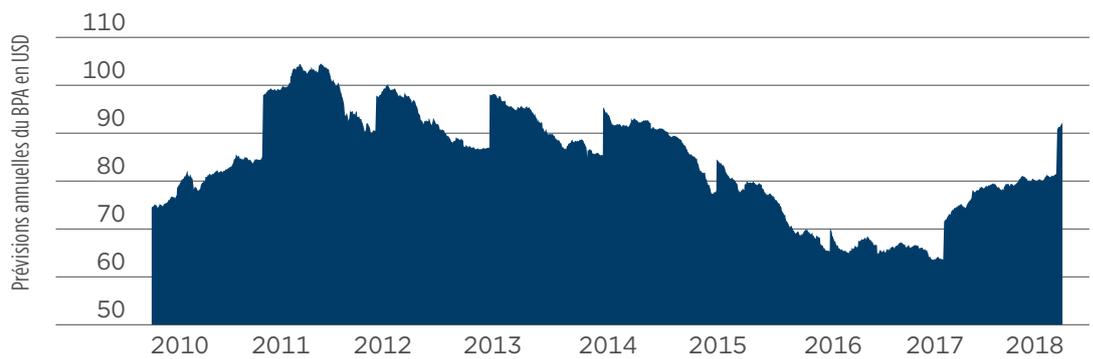
2. Des facteurs positifs pour l'investissement en actions émergentes

La croissance des bénéfices des entreprises émergentes, les valorisations attrayantes face aux MD et l'importante génération de trésorerie devraient se traduire par une performance positive des actions émergentes.

1. Des fondamentaux positifs et des valorisations encourageantes

Les marchés boursiers devraient connaître des performances positives grâce à l'amélioration de la croissance des bénéfices. Après une période marquée par une baisse du BPA, les bénéfices se redressent enfin sur les marchés émergents, et cette tendance devrait se poursuivre en 2018 compte tenu du contexte macroéconomique positif et des conditions de financement toujours porteuses.

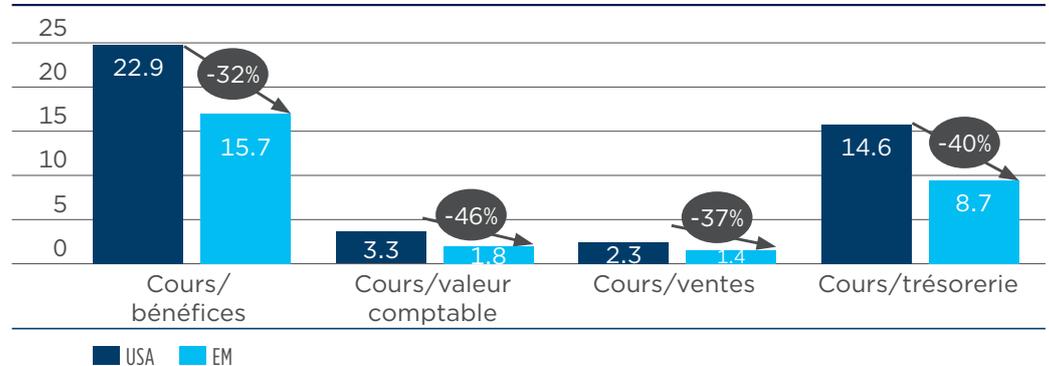
Schéma 7: Les perspectives des bénéfices des entreprises représentées dans l'indice MSCI Emerging Markets ont été relevées pour la première fois depuis 2010



Source: Analyse Amundi sur les données de Bloomberg au 8 janvier 2018.

La reprise de la croissance et le redressement harmonisé à l'échelon mondial devraient continuer de soutenir les bénéfices du secteur industriel, ainsi que ceux issus du levier opérationnel. Des perspectives positives sur matières premières devraient se révéler profitables aux secteurs des matériaux et de l'énergie (amélioration des prix des matières premières grâce au rééquilibrage entre l'offre et la demande). La croissance du BPA devrait également être observée sur le secteur des technologies de l'information, qui connaît encore une croissance rapide. En ce qui concerne les valorisations, les marchés émergents semblent toujours attrayants, en particulier par rapport au MD. Les secteurs sous-évalués/traditionnels (finance, industrie) offrent le meilleur potentiel de hausse dans des pays tels que la Chine et le Brésil. Enfin, les valorisations sont encore plus attractives si l'on exclut les valeurs des technologies de l'information et de la consommation.

Schéma 8: Les indicateurs de valorisation sont plus attrayants sur les ME que sur les MD



Source: Analyse Amundi sur les données de Bloomberg au 29 décembre 2017. Indice MSCI USA pour les États-Unis et MSCI EM pour les marchés émergents. Le ratio cours/bénéfice correspond au rapport entre le cours actuel d'un marché et son bénéfice par action estimé pour l'année en cours. Le ratio cours/valeur comptable correspond au rapport entre le prix de marché des actions d'une société (cours de l'action) et la valeur comptable de ses capitaux propres. Le ratio cours/ventes correspond au rapport entre le cours observé sur un marché et son revenu par action au cours des 12 derniers mois. Le ratio cours/flux de trésorerie correspond au rapport entre le cours observé sur un marché et le niveau de ses flux de trésorerie annuels.

Pas seulement en « quantité », la qualité des bénéfices s'est elle aussi améliorée.

Les actions des marchés émergents devraient bénéficier de plus en plus de l'amélioration des conditions microéconomiques. Plus particulièrement, la qualité des bénéfices s'est nettement améliorée dans les pays émergents, où la croissance des bénéfices est soutenue par une forte génération de flux de trésorerie (FCF), et pour la première fois en dix ans, le rendement du FCF est plus élevé en Asie qu'aux États-Unis. Par conséquent, la croissance du BPA et l'amélioration de sa qualité constituent selon nous les principaux facteurs de rendement à la fois en termes absolus et relatifs.

Schéma 9: Forte génération de flux de trésorerie sur les ME



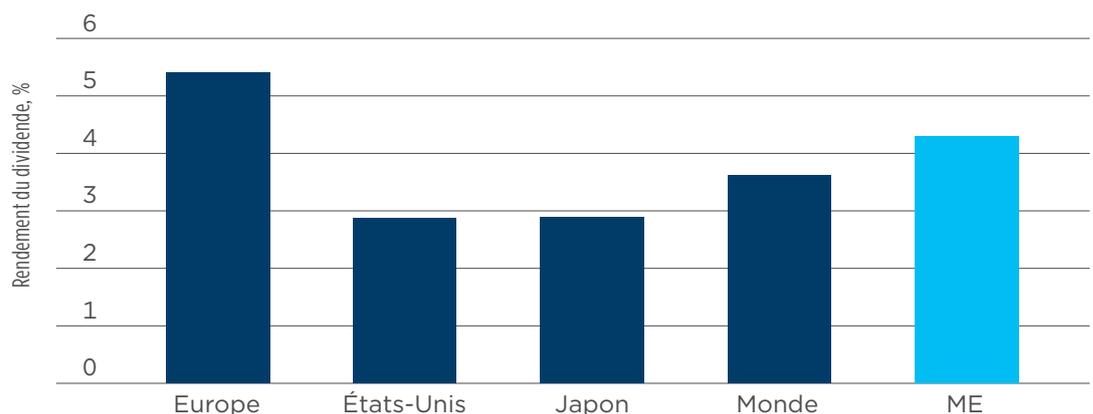
Source: Bloomberg. Au 29 décembre 2017.

Les améliorations apportées à la gouvernance d'entreprise jouent par ailleurs en faveur des actions émergentes et contribuent à la surperformance des entreprises leaders en termes de pratiques ESG.

2. Une meilleure gouvernance d'entreprise

L'amélioration de la qualité des bénéfices s'inscrit dans un contexte de renforcement de la gouvernance d'entreprise, initié il y a une vingtaine d'années, tant à l'échelle des entreprises que des pays, même si l'on observe des différences notables parmi les pays. Dans le cadre de ces améliorations, les entreprises émergentes versent des dividendes attrayants par rapport à ceux versés par certaines des grandes économies développées, ce qui témoigne de leur volonté de récompenser les investisseurs et de devenir plus attractives aux yeux des investisseurs en quête de revenus.

Schéma 10: Les actions émergentes à dividendes élevés offrent des revenus intéressants

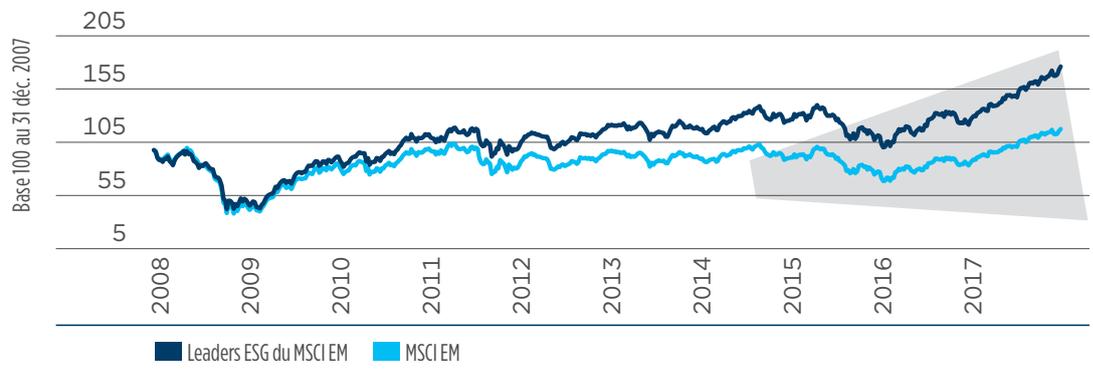


Source: Bloomberg. Les données concernent les indices MSCI High Dividend des différentes zones. Au 29 décembre 2017.

Une solide gouvernance d'entreprise et la présence de cadres de protection en faveur des investisseurs garantissent à ceux qui apportent des financements aux sociétés un rendement sur ces investissements. Aussi, est-il crucial d'attirer de nouveaux capitaux. Une robuste gouvernance d'entreprise entraîne par ailleurs une meilleure résistance face aux chocs financiers, dans la mesure où, en temps de crise, les investisseurs ont tendance à se débarrasser en priorité des valeurs les plus opaques.

En outre, elle se traduit généralement par des bilans plus solides et offre un accès à des financements à plus long terme, protégeant ainsi les entreprises de toute instabilité financière et renforçant leur attrait aux yeux des investisseurs⁶. Pour les pays émergents où des améliorations sont encore possibles en termes de gouvernance et de divulgation RSE (Responsabilité sociale en entreprise), l'un des facteurs clés de surperformance consiste à sélectionner les valeurs selon des critères ESG, en particulier sur la gouvernance (cf. Schéma 12). Ce critère de sélection restera selon nous essentiel dans la recherche d'opportunité à l'avenir.

Schéma 11: Les actions émergentes sélectionnées selon des critères ESG



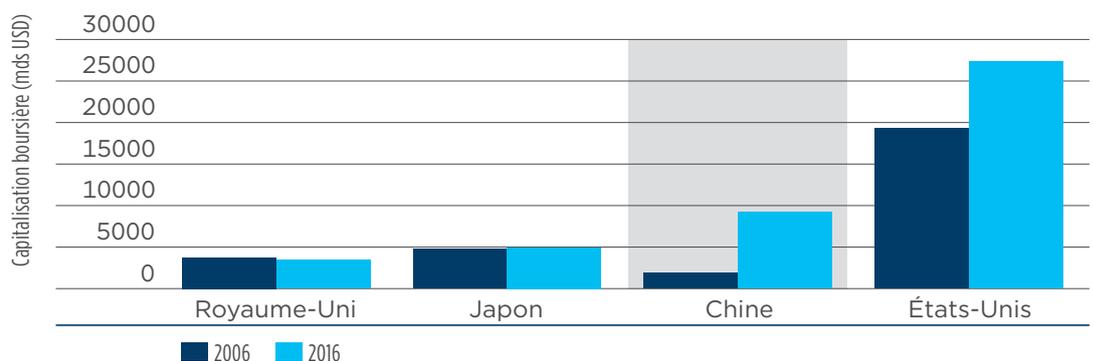
Source : Bloomberg. Données au 31 décembre 2017.

Les marchés émergents et la Chine en particulier représentent actuellement une part importante de l'univers des actions mondiales. La composition sectorielle est également plus équilibrée qu'elle ne l'était auparavant. Cette classe d'actifs étant peu représentée dans les portefeuilles des investisseurs, les actions émergentes peuvent occuper une place plus importante dans l'allocation d'actifs.

3. Les classe d'actifs arrivant à échéance sont toujours sous-représentée dans les portefeuilles des investisseurs

Bien qu'ils soient encore peu représentés au sein de l'univers d'investissement global, les indices des marchés émergents sont de plus en plus diversifiés. À sa création en 1998, le MSCI EM était composé de 10 pays représentant moins de 1 % de la capitalisation boursière mondiale. Aujourd'hui, il se compose de 24 pays qui comptent pour près de 11 % de la capitalisation boursière mondiale⁷. A titre d'exemple, depuis la création des bourses de Shanghai & de Shenzhen, le marché des actions chinoises poursuit sa progression: le nombre de sociétés cotées est passé de 8 en 1990 à 3 000 à l'heure actuelle, et la capitalisation boursière s'élève aujourd'hui à 7 000 milliards USD, juste derrière les États-Unis.

Schéma 12: Le marché des actions chinoises occupe la 2e place en termes de capitalisation boursière mondiale



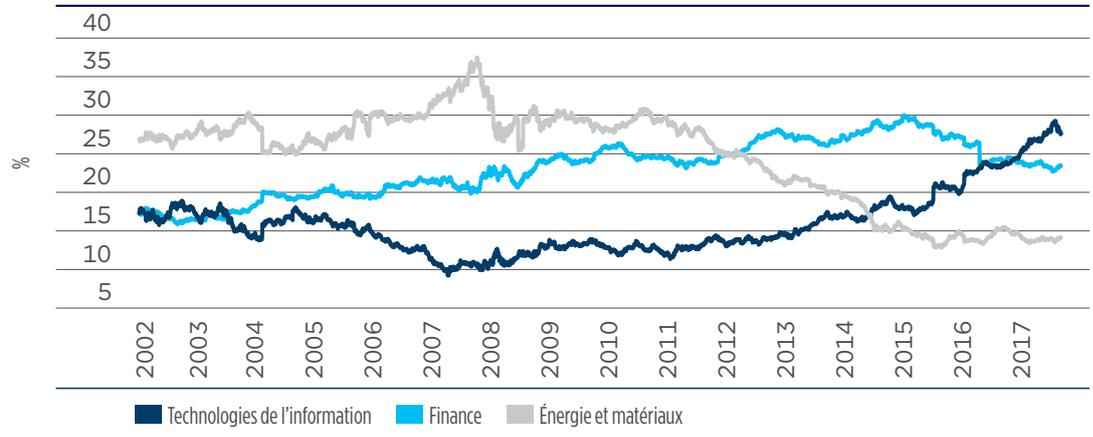
Source WFE, FTSE. Chine = Bourses de Shanghai & de Shenzhen cotées et actions H chinoises cotées à Hong Kong. États-Unis = NYSE ; Nasdaq, Royaume-Uni = LSE. Au 31 décembre 2016.

⁶Rapport du FMI sur la stabilité financière dans le monde, Chapitre 3, octobre 2016.

⁷Source : MSCI, <https://www.msci.com/emerging-markets>.

À l'instar des économies émergentes, la composition sectorielle de l'indice a elle aussi évolué. Les technologies de l'information, en particulier, sont une « étoile montante » de la sphère émergente et représentent aujourd'hui 25 % de l'indice (34 % dans l'indice Asia EM), tandis que l'énergie et les matériaux n'ont cessé de voir leur part diminuer. Leur niveau est en effet passé de moins de 10 % à la fin des années 1990, à l'époque où les matériaux occupaient une part prépondérante dans l'indice, à seulement 14 % en 2017, alors qu'il s'élevait à 36 % en 2008.

Schéma 13: Évolution des pondérations sectorielles dans l'indice MSCI EM



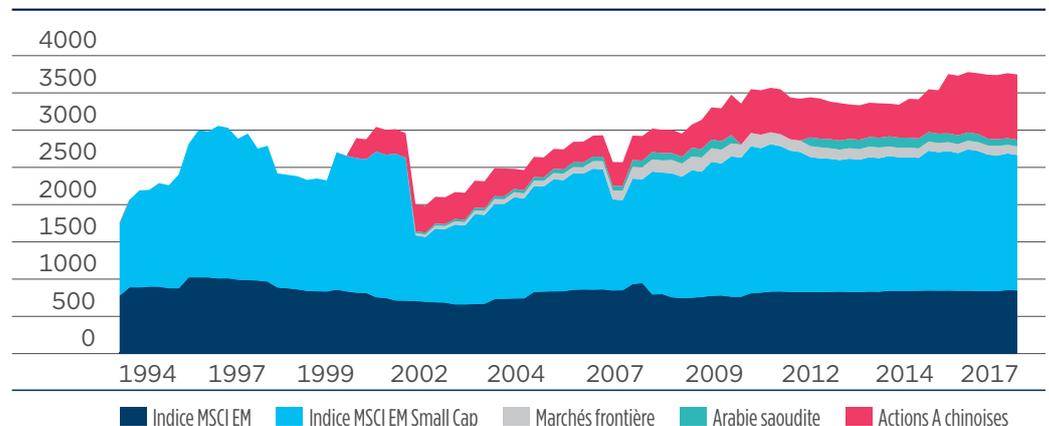
Source: Amundi, Factset. Données au 8 janvier 2018.

Les indices de référence des marchés émergents ne parviennent pas toujours à suivre la cadence des changements rapides et radicaux opérés dans ces économies: les investisseurs actifs peuvent ainsi renforcer la qualité et bénéficier d'un bon potentiel de croissance au-delà des indices en investissant dans des « niches ».

En dépit de cette évolution, les indices de référence des marchés émergents ne parviennent pas toujours à suivre la cadence des changements rapides et radicaux opérés dans ces économies - à savoir le passage d'une économie industrielle à une économie axée sur la consommation, et l'approfondissement financier - et ne représentent souvent par conséquent que partiellement l'univers d'investissement émergent, avec une pondération importante de certains secteurs ou d'acteurs principaux.

Les investisseurs actifs peuvent ainsi renforcer la qualité de leurs investissements et bénéficier d'un bon potentiel de croissance au-delà de l'indice de référence (MSCI EM) en élargissant leur univers d'investissement (cf. Schéma 14) et en investissant dans des « niches », qui jouissent généralement d'une meilleure protection en cas de forte volatilité (c'est notamment le cas de certaines petites et moyennes capitalisations). L'exploitation de ces opportunités nécessite toutefois une connaissance approfondie et directe des secteurs ainsi qu'une recherche fondamentale dédiée. Dans ce cas, la connaissance des pratiques ESG (Environnementales, Sociales, Gouvernance) - et Gouvernance en particulier - est essentielle pour éviter les risques.

Schéma 14: Nombre de sociétés cotées par segment de marché



Source: Amundi, Factset. Données au 8 janvier 2018.

Bien que les actions émergentes gagnent en importance en matière de capitalisation et que les opportunités évoluent à travers les secteurs, cette classe d'actifs reste globalement sous-représentée dans les portefeuilles des investisseurs. À titre d'exemple, les actions émergentes ne représentent que 5 % des actifs sous gestion des gérants de fonds domiciliés aux États-Unis, un niveau nettement inférieur à leurs homologues mondiaux et une très faible proportion par rapport au MSCI EM en termes de capitalisation boursière⁸.

Pour conclure, des fondamentaux favorables, l'amélioration de la gouvernance d'entreprise et une sous-allocation structurelle, associés au contexte macroéconomique positif décrit dans les pages précédentes, constituent à notre avis un terrain fertile pour les investisseurs en quête d'opportunités de croissance à moyen terme. Les dynamiques sous-jacentes étant particulièrement hétérogènes à l'échelon macro (vulnérabilité, réformes, phase du cycle) comme micro (gouvernance, attractivité sectorielle, structure du marché), les investisseurs devraient selon nous envisager une approche flexible et sélective pour mieux exploiter les opportunités qu'offrent les actions émergentes.

⁸Selon les données du cabinet de recherche Evestment.

3. Des facteurs positifs pour l'investissement en obligations émergentes

Si l'allocation en actions émergentes reste faible par rapport à leur capitalisation sur les marchés boursiers mondiaux, les investissements en obligations émergentes attirent davantage de flux depuis quelques années en raison de l'intensification de la quête de revenus dans un contexte marqué par des taux bas. Les émissions se sont par ailleurs accélérées. L'appétit des investisseurs pour cette catégorie d'actif restera selon nous intact, car de nombreuses tendances entreront en scène. Néanmoins, compte tenu de la récente performance des marchés, les obligations émergentes constitueront de plus en plus un portage et le potentiel de resserrement supplémentaire des spreads est limité.

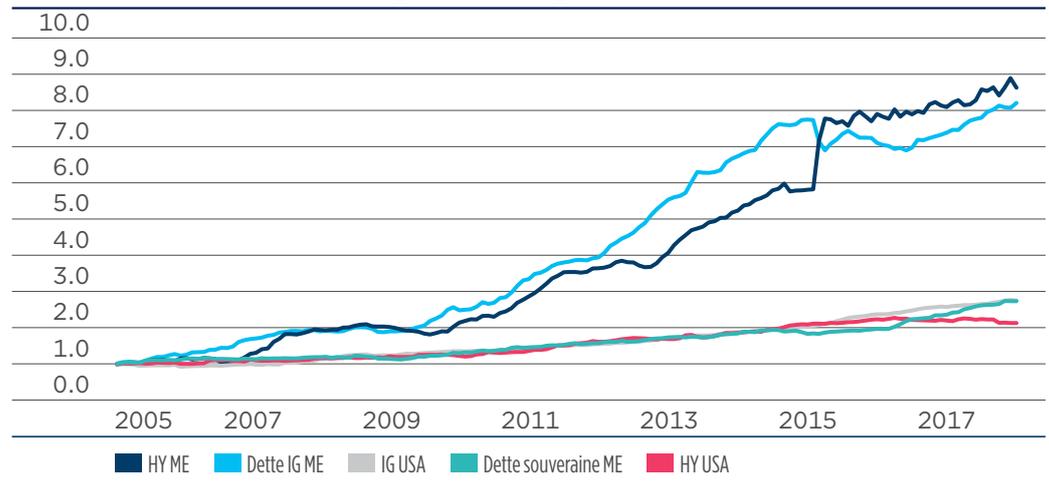
1. Un marché en évolution, plus résistant que par le passé

L'univers de la dette émergente a connu une croissance significative ces dix dernières années, en particulier grâce au développement spectaculaire des entreprises émergentes Investment Grade et à haut rendement.

L'univers des obligations émergentes, en particulier les obligations d'entreprise, a connu une croissance significative ces dix dernières années. L'évolution des marchés de la dette locale est également positive car elle rend les marchés émergents plus résistants dans le cas d'une dépréciation de leur devise.

Multiples de croissance des marchés depuis 2005

Schéma 15: Croissance des obligations émergentes



Source: BofA Merrill Lynch. Données au 31 décembre 2017.

Parallèlement au développement de l'univers d'investissement, les indices des obligations émergentes ont eux aussi évolué. En effet, l'indice JPMorgan EMBI Global Diversified couvre aujourd'hui 66 pays contre 25 en 2000⁹.

L'augmentation de la part de la dette libellée en devise locale dans l'univers des obligations émergentes est soutenue depuis quelques années. À titre d'exemple, la part de la dette publique en devise locale est passée de 68 % en 2001 à 86 % à fin 2016¹⁰. Cette tendance conforte la thèse de la solidité des marchés émergents, la dette libellée en devise forte présentant un risque en cas de dépréciation de la monnaie locale. En outre, l'expansion de la dette locale contribue à l'établissement de courbes de taux locaux plus complètes grâce à des instruments plus liquides et des prix plus fiables.

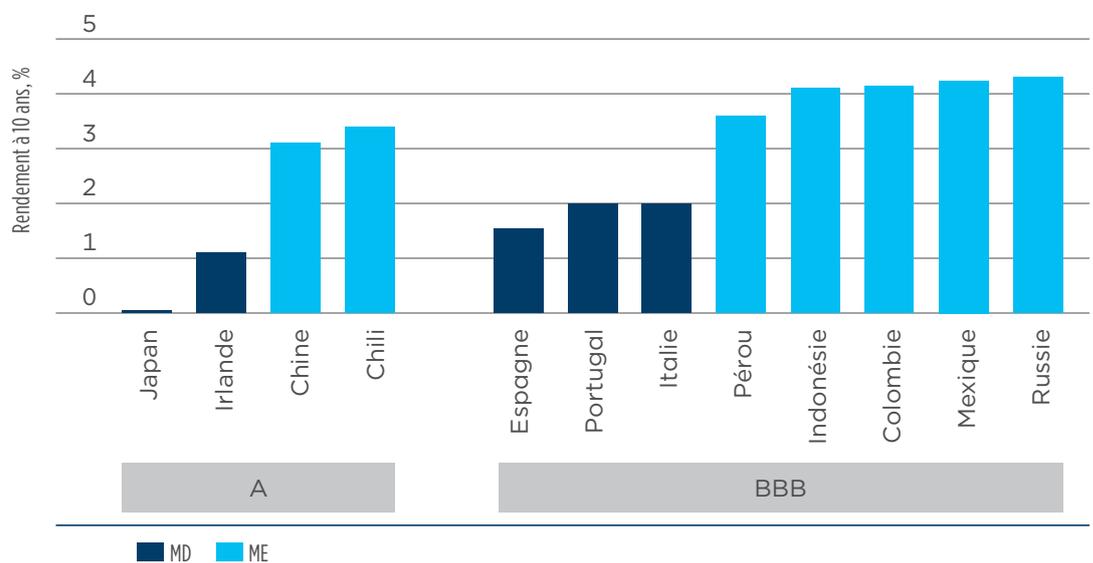
⁹Source : JPMorgan. Données au 31 décembre 2017 vs 31 décembre 2000.

¹⁰Source : Banque des règlements internationaux (BRI). Quarterly Review de la BRI, septembre 2017.

2. « Prime de risque » des obligations émergentes par rapport aux MD

Même en tenant compte de l'hétérogénéité et de la hausse des risques en raison de multiples facteurs (contexte géopolitique, vulnérabilité dans certaines régions), les valorisations de la dette souveraine émergente semblent intéressantes, surtout si on les compare à celles des marchés développés où les rendements des titres à 10 ans restent hautement comprimés.

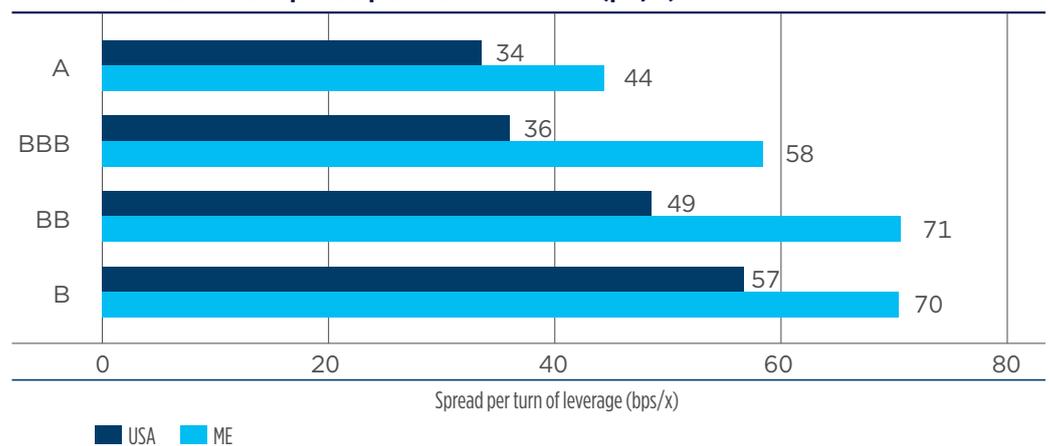
Schéma 16: Rendements des obligations souveraines à 10 ans



Source: Données Bloomberg au 31 mars 2018. Notations S&P. AAA-AA comprend AAA, AA+, AA ; A comprend A+, A, A- ; BBB comprend BBB+, BBB, BBB Rendement

Les fondamentaux des entreprises sont également positifs: ces dernières affichent une baisse modérée de leurs niveaux d'endettement et des taux de défaut grâce au redressement de l'économie mondiale et au cycle positif des matières premières. Bien que les spreads de crédit se soient fortement resserrés, nous pensons que les entreprises émergentes restent attrayantes par rapport aux entreprises développées dans la mesure où les spreads par unité de levier¹¹ sont toujours intéressants comparés aux entreprises américaines.

Schéma 17: Ratios de spread par unité de levier (pb/x)



Source: Amundi, BofA Merrill Lynch. Données au 28 février 2018.

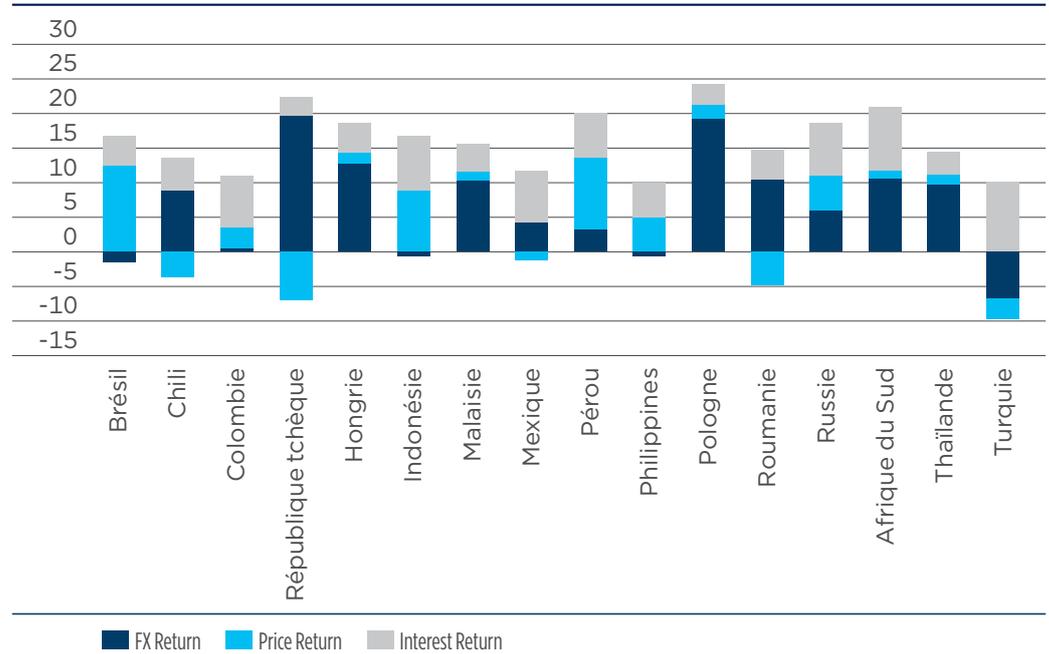
¹¹Spread en pb divisé par l'unité de levier de l'émetteur (dette nette/EBITDA).

Une approche flexible de l'investissement en obligations émergentes peut exploiter plusieurs sources de rendements potentiels grâce au vaste univers d'investissement qu'offrent les marchés émergents.

3. Un large éventail d'opportunités parmi les pays, secteurs et devises

Une approche flexible de l'investissement en obligations émergentes peut exploiter plusieurs sources de rendements grâce au vaste univers d'investissement qu'offrent les marchés émergents.

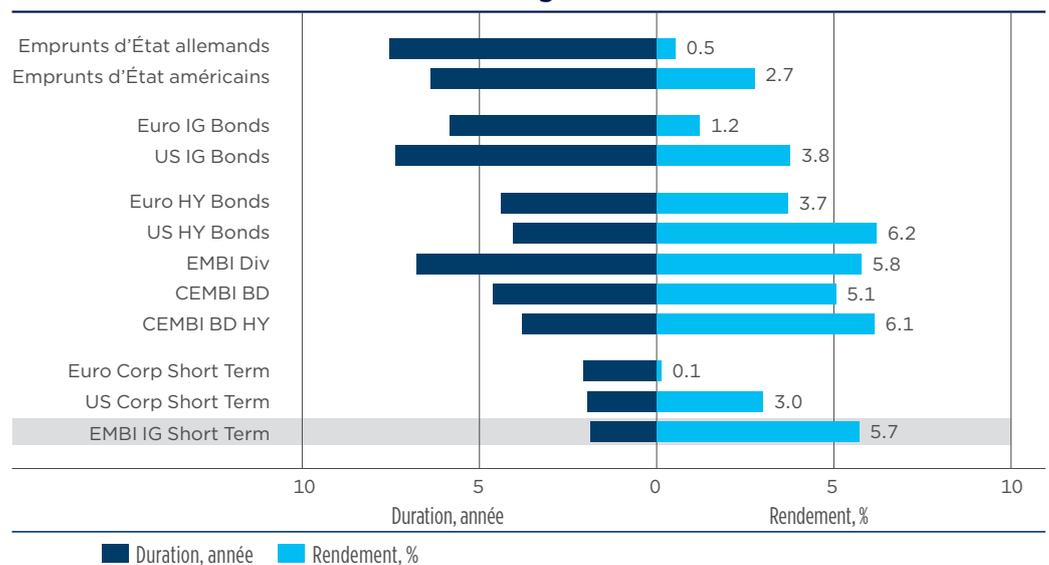
Schéma 18: Contribution en 2017 des rendements des obligations émergentes



Source : Bloomberg. Au 29 décembre 2017.

Une approche flexible devrait en réalité permettre d'exploiter un thème d'investissement spécifique à l'aide de divers instruments tels que la dette en devise forte ou la dette en devise locale, en tenant compte de la liquidité ou des valorisations, tout en gérant activement le risque de marché (bêta) et en renforçant la différenciation des pays afin de générer de l'alpha. L'Alpha des stratégies obligataires peut provenir de sources multiples: sélection des obligations et des entreprises, positionnement de la durée ou encore trading de devises.

Schéma 19: Rendements sectoriels des obligations et durée



Source: Bloomberg. Données au 29 mars 2018.

Pour conclure, dans cet environnement de marché, et par rapport à d'autres secteurs obligataires, les obligations émergentes à durée courte peuvent offrir un portage intéressant assorti d'un faible risque de taux d'intérêt. Pour les investisseurs en crédit, les obligations d'entreprise émergentes restent relativement bon marché par rapport à celles des marchés développés. Dans un scénario de base sans perturbation majeure, les rendements moyens devraient s'élever à 4-5 % en 2018 pour la dette émergente en devise forte et à 7-8 % pour la dette libellée en devise locale.

Conclusion

L'exploitation des opportunités sur les ME nécessite une compréhension approfondie du contexte macroéconomique de chaque pays.

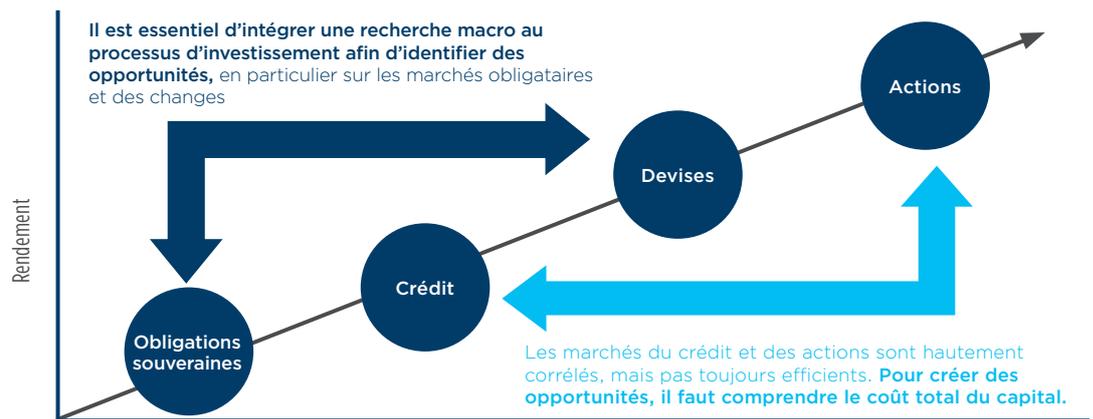
Compte tenu de l'environnement macroéconomique et du contexte d'investissement abordés dans les chapitres précédents, nous pensons qu'il est temps pour les investisseurs de réévaluer le rôle que tiennent les actifs émergents au sein de leur portefeuille et de renforcer leur pondération dans le cadre d'une allocation d'actifs stratégique.

Les investisseurs devraient par ailleurs envisager de ne plus considérer les actifs émergents d'une seule et même perspective mais de privilégier une approche sélective afin d'exploiter des opportunités propres à chaque pays, secteur ou même titre et éviter des risques majeurs.

Pour exploiter au maximum ces opportunités, les investisseurs devront s'appuyer sur une bonne compréhension du contexte macroéconomique de chaque pays. Puisque les marchés émergents sont à des phases différentes du cycle économique, connaissent des dynamiques de croissance et d'inflation, des vulnérabilités face aux chocs externes et des trajectoires politiques différentes, l'étude du contexte macroéconomique de chaque pays se révèle essentielle non seulement pour identifier les opportunités les plus intéressantes, mais également pour éviter les domaines où le risque politique va de pair avec de mauvais fondamentaux, ce qui reste un enjeu de taille dans la région.

Pour ce faire, nous sommes convaincus qu'une recherche intégrée (à la fois macro et de type « bottom up ») et expertise des marchés émergents offrira la meilleure configuration.

Schéma 20: La valeur ajoutée des équipes de recherche intégrée



Source: Amundi.

Le processus de recherche grâce à une plateforme intégrée permet aux gérants de portefeuille d'identifier les domaines les plus rentables dans l'ensemble de la structure du capital et de dévoiler de nouvelles opportunités lorsque les marchés subissent des perturbations.

En réalité, il est essentiel d'intégrer au processus d'investissement une recherche macroéconomique afin d'identifier les thématiques et les changements structurels susceptibles d'offrir des opportunités propres à chaque pays, secteur ou devise ainsi que de créer des effets rétroactifs importants pour l'étude des tendances macroéconomiques. L'évaluation des risques pays illustre parfaitement le processus de recherche intégrée en créant des liens: définir les risques souverains en fonction des facteurs de risques macroéconomiques (endettement, liquidité) et identifier les domaines dans lesquels le risque est correctement rémunéré (marché des changes, des obligations voire des actions) pourrait dévoiler de nouvelles opportunités et générer des résultats supérieurs. Tout aussi pertinente, la recherche de type « bottom-up » est hautement corrélée à la recherche macroéconomique, qui peut apporter des idées sur les secteurs susceptibles de profiter au maximum des réformes ou des dynamiques de croissance. L'accès à la recherche de crédit et d'action via une plateforme intégrée constitue un outil efficace pour les gérants de portefeuille car elle permet l'analyse de la structure du capital dans son intégralité, l'identification des domaines les plus rentables et de nouvelles opportunités lors des perturbations de marché.

Nous pensons qu'il est temps pour les investisseurs d'exploiter les opportunités qu'offrent les marchés émergents en adoptant une approche sélective et active pour cibler les idées d'investissement les plus attrayantes, tout en cherchant à limiter les risques grâce à un solide cadre de recherche.

Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont datées du 22 janvier 2018.

La norme GICS (Global Industry Classification Standard) SM a été élaborée par et est la propriété exclusive et une marque de service déposée par Standard & Poor's et MSCI. Ni MSCI, ni Standard & Poor's, ni aucune autre partie impliquée dans l'élaboration ou la compilation des classifications GICS ne saurait apporter une garantie ou une représentation expresse ou implicite de ces normes ou classifications (ou les résultats obtenus de par leur utilisation), et toutes les parties déclinent expressément toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée relative à cette norme ou classification. Sans limite de ce qui précède, Standard & Poor's, MSCI, leurs affiliés ou tout tiers ayant participé à l'élaboration ou la compilation d'une classification GICS n'assument en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (notamment, pour perte de bénéfices) et ce, même dans le cas où la possibilité de subir de tels dommages a été notifiée.

Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et rien ne garantit que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction de la part d'un produit d'Amundi Asset Management. Aucune garantie n'est donnée que les prévisions de marché présentées se réaliseront ou que les tendances décrites se poursuivront. Ces opinions sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et rien ne garantit que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Les investissements impliquent certains risques, y compris politiques et de change. La performance d'investissement et la valeur en principal peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de l'intégralité du capital investi.

Ce document ne constitue pas une offre d'achat ou une sollicitation à la vente à l'égard de toute part d'un fonds d'investissement ou de tout service.

Date de première utilisation: 3 avril 2018.

Visit us on:



Discover Amundi Investment Insights at our Research Center
<http://research-center.amundi.com/>

Amundi
ASSET MANAGEMENT