

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS (HORIZON 12 À 18 MOIS)

Mise à jour mensuelle

Nous constatons des progrès sur le front des vaccins, malgré les difficultés logistiques et les effets secondaires. Dans notre scénario central, les actions surperforment grâce à l'abondance de liquidités, à l'amélioration des fondamentaux et aux politiques monétaires accommodantes. Les variants résistants aux vaccins, les surprises liées aux politiques restrictives et les tensions géopolitiques sont les principales sources de risques. Au-delà de 18 mois, nous anticipons un retour de la croissance (américaine) à son potentiel dans un contexte de régime d'inflation plus élevée, tandis que les pressions stagflationnistes se renforceront en Europe.

L'équilibre des risques évolue dans le temps. Une réduction significative du risque des portefeuilles serait prématurée tant que les fondamentaux macro et microéconomiques s'améliorent et s'accroissent. Pour autant nous pensons que la marge de tolérance pour les erreurs politiques économiques ou les événements indésirables est plus étroite.

SCÉNARIO BAISSIER

10 %

Pressions multiformes*

Analyse

- ❁ Les mutations du Covid entraînent une hausse des cas conduisant à une rechute de la croissance économique et au retour des dispositifs de confinement jusqu'au quatrième trimestre 2021, prolongeant la crise
- ❁ Les effets secondaires des vaccins et/ou leurs pénuries durables sapent la confiance et assombrissent les perspectives mondiales
- ▲ La politique américaine fortement procyclique finit par déstabiliser les anticipations d'inflation et provoque une hausse des taux d'intérêt, du dollar et/ou des matières premières, déstabilisant les actifs risqués (choc de volatilité) et nuisant à la stabilité financière. Le durcissement des conditions financières exacerbe les fragilités économiques et financières
- ▲ La zone euro ne parvient pas à amorcer la reprise, certains pays tombant dans une spirale stagflationniste
- Le manque de croissance compromet la soutenabilité de la dette publique et privée
- Le ralentissement de la croissance chinoise se répercute sur les économies des pays développés
- Les rééquilibres géopolitiques conduisent au protectionnisme et à la démondialisation, affectant négativement le commerce et les chaînes de valeur mondiales

SCÉNARIO CENTRAL

70 %

Reprise multi-vitesses

Analyse

- ❁ Les campagnes de vaccination progressent au premier semestre 2021, malgré des disparités régionales. La croissance recule dans marchés émergents et probablement en Europe en raison de retards de vaccination et/ou de nouveaux confinements
- ▲ Les dispositifs de relance permettent une reprise à plusieurs vitesses qui réduit les différentiels de croissance entre les pays émergents et les économies avancées (stimulée par les États-Unis)
- ▲ La volonté politique pour déployer les mesures budgétaires dans les économies avancées est forte, mais leur mise en œuvre dans l'UE pourrait s'accompagner d'une dilution
- ▲ Les politiques monétaires et budgétaires accommodantes continuent de soutenir la reprise, en écartant les risques déflationnistes et en permettant une stabilisation des ratios dette/PIB pour l'instant
- Les bénéfices des entreprises bénéficient d'une dynamique positive, bien que multi-vitesse, ce qui diminue les risques de solvabilité
- ❁ La crise du Covid exacerbe les inégalités de revenus et de richesses renforçant les tensions politiques et sociales
- Pause de la dynamique positive des fondamentaux macro et microéconomiques. Le niveau élevé des valorisations des actifs risqués et des facteurs techniques réduit la marge de manœuvre en cas de problème

SCÉNARIO HAUSSIER

20 %

Reprise durable et inclusive

Analyse

- ❁ Les vaccinations de masse permettent de résoudre la crise sanitaire d'ici la fin du premier semestre 2021 ouvrant la voie à une reprise mondiale complète au second semestre 2021
- ▲ L'incertitude étant moins importante, les mesures de relance se transmettent à l'économie réelle et aux marchés financiers, comblant le fossé entre le secteur manufacturier et celui des services
- ❁ L'épargne se transforme en consommation grâce à l'augmentation des revenus disponibles, ce qui permet l'enclenchement d'un cercle vertueux de croissance/inflation (sans surchauffe mondiale)
- ❁ La croissance inclusive et durable réduit la nécessité de nouvelles mesures politiques pour réduire les inégalités
- ❁ Le marché du travail aux États-Unis se redresse plus rapidement que prévu et la pression salariale se fait sentir
- Les nouveaux développements numériques et écologiques permettent la réalisation de gains de productivité à moyen terme

* Il n'y a pas de scénario baissier unique. Nous prenons ici en compte les nombreux facteurs de risque baissier que nous avons identifiés. Ces facteurs de risque pourraient (ou non) se combiner pour donner lieu à une rechute de la croissance et/ou à des pressions inflationnistes plus fortes, et ainsi générer un regain de volatilité sur les marchés. Certains risques sont « exogènes » (dynamique de la pandémie, disponibilité des vaccins), d'autres sont directement liés à la crise et/ou aux politiques économiques. Si les risques liés au virus sont appelés à diminuer avec le temps grâce aux campagnes de vaccination, les autres risques mentionnés dans les principaux risques auront une probabilité d'occurrence plus élevée dans les 12 à 18 prochains mois.

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

SCÉNARIO BAISSIER
10 %**Pressions multifformes*****Répercussions sur les marchés**

- Privilégier le monétaire l'USD et les bons du Trésor américain.
- Miser sur les stratégies de volatilité minimum

SCÉNARIO CENTRAL
70 %**Reprise multi-vitesses****Répercussions sur les marchés**

- Rotation progressive du crédit HY vers les actions, dans une perspective de gestion diversifiée. Surperformance continue des valeurs décotées et cycliques. Privilégier un positionnement de type « Barbell » pour les actions et les devises
- Pentification maîtrisée de la courbe de rendement des bons du Trésor américain qui se répercute sur la zone euro et les pays émergents
- Maintien de poches de croissance et de revenu par le biais des actions et du crédit des pays émergents grâce à la hausse des bénéfiques. Sélectivité sur la dette émergente en devises fortes
- Préférer les obligations indexées sur l'inflation comme couverture contre l'inflation

SCÉNARIO HAUSSIER
20 %**Reprise durable et inclusive****Répercussions sur les marchés**

- La courbe des bons du Trésor américain se pentifie en raison de la hausse rapide de la croissance et des prévisions d'inflation
- Privilégier les actifs risqués cycliques et décotés
- Préférer les obligations indexées sur l'inflation comme couverture contre l'inflation

* Il n'y a pas de scénario baissier unique. Nous prenons ici en compte les nombreux facteurs de risque baissier que nous avons identifiés. Ces facteurs de risque pourraient (ou non) se combiner pour donner lieu à une rechute de la croissance et/ou à des pressions inflationnistes plus fortes, et ainsi générer un regain de volatilité sur les marchés. Certains risques sont « exogènes » (dynamique de la pandémie, disponibilité des vaccins), d'autres sont directement liés à la crise et/ou aux politiques économiques. Si les risques liés au virus sont appelés à diminuer avec le temps grâce aux campagnes de vaccination, les autres risques mentionnés dans les principaux risques auront une probabilité d'occurrence plus élevée dans les 12 à 18 prochains mois.

PRINCIPAUX RISQUES

Mise à jour mensuelle

Les risques sont séparés en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés. Ce mois-ci, nous maintenons le narratif et le risque de notre scénario central.

RISQUE ÉCONOMIQUE
15 %

- **Pandémie 2.0 et difficultés liées aux campagnes de vaccination**
 - Des problèmes logistiques ou des effets secondaires inattendus du vaccin pourraient avoir un impact très négatif sur les investisseurs et le sentiment des entreprises
 - Un ou plusieurs variants du virus qui rendraient les vaccins existants inefficaces pourraient compromettre les espoirs de reprise économique
- **Une reprise qui s'étend sur la durée avec de multiples rechutes** pourrait affecter le moral des entreprises et des consommateurs, en impactant certains secteurs qui n'ont pas encore été directement touchés par la pandémie, comme le secteur financier
- **Des effets d'hystérésis sous-estimés sur le marché du travail**, avec une hausse du chômage pourraient générer des tensions sociales
- **Reprise de l'inflation et second « taper tantrum »**
 - Les pressions haussières sur l'inflation pourraient s'intensifier à mesure que l'épidémie recule
 - Les dispositifs de QE pourraient devenir une source de problèmes lorsque les anticipations d'inflation partiront à la hausse
 - La dynamique de l'inflation et la fonction de réaction des banques centrales pourraient être des sources d'incertitude, en particulier dans les pays émergents, où l'inflation est proche de l'objectif de la plupart des banques centrales
 - Un tour de vis prématuré de la Réserve fédérale ou une mauvaise communication de sa part pourrait entraîner un nouveau « taper tantrum » semblable à celui de 2013

+ Instruments monétaires, obligations indexées sur l'inflation, JPY, or, USD, valeurs défensives vs cycliques

- Pétrole, actifs risqués, AUD, CAD ou NZD, obligations émergentes en devise locale, devises des exportateurs

RISQUE FINANCIER
20 %

- **Désancrage des anticipations d'inflation** conduisant à la dislocation du marché obligataire à la suite d'erreurs politiques telles qu'un resserrement préventif de la politique monétaire ou la démesure des programmes de relance budgétaire
- **Risque de solvabilité des entreprises**: malgré l'amélioration des fondamentaux, l'ampleur de la récession a exacerbé les risques de solvabilité après le retrait des dispositifs de liquidité des banques centrales et de garantie des gouvernements
- **Crise de la dette souveraine**
 - La dette publique en pourcentage du PIB atteignant des niveaux historiquement élevés en temps de paix, la plupart des pays sont vulnérables à une dégradation de leur note de crédit et à une hausse des taux d'intérêt, en cas d'erreurs politiques
 - Les marchés émergents fragiles (exportateurs d'une seule matière première, pays dépendants du tourisme) pourraient également être confrontés à une crise de la balance des paiements et une hausse du risque de défaut
- **L'instabilité du dollar américain pourrait avoir un impact dans les deux sens**:
 - **(1) une dépréciation** pourrait pousser la Fed à suspendre son programme d'achat d'actifs, ce qui aurait un impact négatif sur le marché des bons du Trésor, entraînerait une déflation dans la zone euro et au Japon et compromettrait la reprise dans les pays émergents, mais **(2) une appréciation** pourrait pénaliser les pays émergents et la hausse des rendements des bons du Trésor américain pourrait se répercuter sur le marché obligataire de la zone euro

+ CHF, JPY, or, CDS, optionnalité, volatilité minimale

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

RISQUE (GÉO)POLITIQUE
15 %

- **Guerre froide sino-américaine**
 - Les démocrates adoptent une ligne dure avec la Chine
 - Des sanctions et le retrait de la cote d'entreprises chinoises sont des signes d'escalade
 - Risque de confrontations accidentelles en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taïwan où les avions chinois font régulièrement des incursions
- **Instabilité dans les pays émergents et entre pays émergents** en raison d'une gestion chaotique des crises épidémiques et de la hausse des prix des denrées alimentaires
- **Risque d'affaiblissement de la cohésion européenne au lendemain du Brexit**
 - L'année 2020 s'est terminée par un accord de sortie, mais sa mise en œuvre s'avère bien plus perturbatrice qu'anticipé
 - Des tensions surgissent en Irlande du Nord au sujet des nouvelles règles douanières
 - La City pourrait perdre des parts de marché plus rapidement que prévu
 - Le Royaume-Uni doit décider de sa position vis-à-vis des États-Unis, de l'Union européenne et de la Chine

+ Dette souveraine des marchés développés, instruments monétaires, or, obligations indexées sur l'inflation, USD, volatilité, qualité

- Pétrole, actifs risqués, EMBI

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

Anticipation du point de retournement :

 Pas atteint, trop tôt pour se prononcer

 Retournement imminent

 Retournement effectué

 CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- L'activité économique dans la zone euro reste fortement affectée par les restrictions liées au Covid-19, avec des divergences significatives tant au niveau national que sectoriel. Les données prospectives restent encourageantes, le secteur manufacturier surperformant celui des services. La croissance va progressivement s'accélérer à partir du deuxième trimestre, à mesure que les économies redémarrent.
- L'activité économique aux États-Unis s'accélère progressivement. Les données à haute fréquence et les données prospectives signalent une augmentation soutenue de l'activité des entreprises du secteur privé, également soutenue par les réouvertures en cours. Les surprises économiques se sont stabilisées alors que le retournement progressif devrait se poursuivre, car le consensus reste très élevé de sorte que les surprises haussières auront de plus en plus de mal à se concrétiser.

 FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Les marchés tiennent déjà compte d'une bonne partie des anticipations de redressement des résultats.
- Les ratios cours/bénéfices en termes absolus sont au-dessus de la tendance historique malgré la croissance qui reste un argument solide en faveur d'une divergence temporaire par rapport à la moyenne historique.
- Après la récente hausse des taux, les indicateurs de valeur relative ne soutiennent plus une progression notable des marchés.

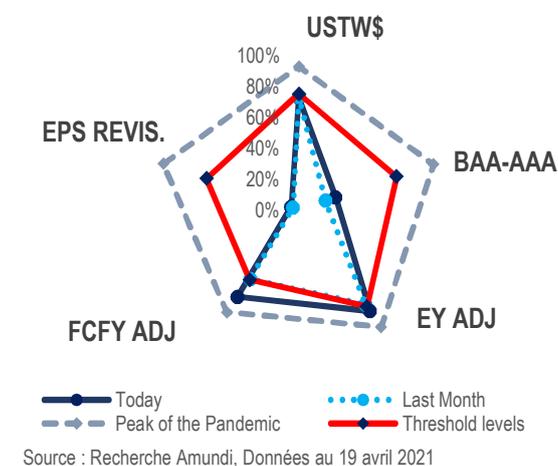

 FACTEURS TECHNIQUES

- Les facteurs techniques restent contrastés et complexes pour l'ensemble des actifs risqués.
- D'une part, les actions et le haut rendement présentent toujours un score de *momentum* correct (indiquant que les investisseurs sont toujours attirés par ces actifs), mais d'autre part, les indicateurs de type *contrarian* (à contre-courant) sont passés à l'orange (exposition neutre), la plupart de ces actifs semblant se rapprocher de plus en plus du territoire de sur-achat
- Notre indicateur RSI semble moins tendu maintenant que les marchés sont entrés en phase de consolidation, mais nous sommes encore loin d'un feu vert.
- Nous estimons que les facteurs techniques sont neutres à l'heure actuelle en raison de la hausse des taux d'intérêt qui pèsent sur les multiples (qui restent tendus et tributaires des liquidités massives injectées dans le système) et de l'absence de directionnalité claire dans de nombreux marchés risqués.

 SENTIMENT

- Malgré les turbulences liées au rééquilibrage trimestriel (T1 2021), notre indicateur du sentiment de risque reste solide.
- La probabilité globale d'AVERSION AU RISQUE reste faible et invite à continuer de surpondérer les actifs risqués aux dépens des actifs défensifs.
- Selon nous, les deux points suivants sont à surveiller. I) La forte remontée de l'USD (jusqu'à présent contenue) ne s'est pas traduite par une baisse des révisions des BPA et une hausse de la prime de risque de crédit (si elle se renforce, elle exercera une pression supplémentaire sur notre indicateur CAST). II) Les conditions financières ne se sont pas détériorées à l'échelle mondiale en raison de la forte réévaluation des taux d'intérêt nominaux et réels au premier trimestre et semblent actuellement s'écarter des normes historiques (signe de la complaisance du marché).

L'indicateur CAST (Cross Asset Sentinels Thresholds) toujours favorable



L'indicateur CAST signale une perception extrêmement faible du risque. Les sentinelles suggèrent un maintien de l'appétit pour le risque grâce à une amélioration de toutes les composantes (à l'exception du rendement des bénéfices ajustés du risque de crédit)

Méthodologie: nous tenons compte de cinq éléments que nous appelons « sentinelles » : le taux de change effectif du dollar américain, le *spread* Moody's Baa-Aaa, les révisions des BPA, le rendement des bénéfices ajusté du risque et le rendement du FCF ajusté du risque. Ces indicateurs sont utilisés pour repositionner notre allocation tactique. Une fois que des seuils fiables sont détectés, les cinq variables sont agrégées en un indicateur qui anticipe les conditions de stress du marché avec un certain niveau de conviction. Le pentagone représente les cinq indicateurs, la ligne rouge correspondant au seuil d'alerte. Plus la distance au-dessus de la ligne rouge est grande, plus la perception du risque est élevée et plus il est nécessaire d'envisager une allocation défensive.

METHODOLOGIE

– Scénarios

Les probabilités traduisent le niveau de vraisemblance des régimes financiers (scénarios central, baissier et haussier) qui sont conditionnés et déterminés par nos prévisions macro-financières.

– Risques

La probabilité des risques est le résultat d'une enquête interne. Les risques à surveiller sont regroupés en trois catégories: risque économique, risque financier et risque (géo)politique. Bien que ces trois catégories soient interconnectées, elles ont des épencentres spécifiques liés à leurs trois moteurs. Les pondérations (pourcentages) sont une synthèse des scénarios à plus fort impact, dérivés de l'enquête trimestrielle menée au sein de la plateforme d'investissement.

POINTS CLÉS

1 Pause tactique de la dynamique économique mondiale

- Nous assistons à une pause tactique dans la très forte réévaluation de la dynamique économique mondiale qui a débuté en avril de l'année dernière.
- Les révisions de BPA et les surprises économiques semblent avoir passé un pic après avoir atteint des niveaux très élevés, ce qui indique que les prix d'actifs intègrent déjà une bonne partie de l'optimisme des marchés et qu'une pause pourrait être nécessaire.

Conséquences en matière d'investissement :

- L'appétit pour le risque dans les différentes classes d'actifs se confirme, mais la prudence vis-à-vis des valorisations reste de mise, que ce soit en termes de valeur absolue ou relative.
- La tendance haussière du dollar observée récemment pourrait entamer l'appétit pour le risque si elle se répercute sur le crédit et déclenche des révisions des BPA.

2 Normalisation de l'inflation américaine, chiffres disparates en zone euro et à surveiller au Brésil

- Dans la plupart des économies avancées, l'inflation se rapprochera de l'objectif des Banques centrales d'ici fin 2021.
- L'inflation américaine augmente plus rapidement que celle de la zone euro. L'Allemagne enregistrera le plus fort pic d'inflation globale, tandis que l'Espagne et l'Italie resteront en retrait.
- L'inflation des pays émergents, visible dans les coûts de production est exacerbée par la faiblesse des devises.
- Au regard de l'évolution historique des indices d'inflation américains, il nous semble très probable qu'un régime d'inflation normal (IPC entre 2 et 3 %) à inflationniste (IPC entre 3 et 6 %) s'imposera jusqu'en 2023.

Conséquences en matière d'investissement :

- Les actifs risqués enregistrent leurs meilleures performances en période d'inflation « normale ».
- En période inflationniste, les actions continuent de dégager des performances positives (inférieures à 10 %), tandis que les *spreads* de crédit ont tendance à s'élargir, les banques centrales adoptant des politiques plus restrictives. Sans surprise, les obligations indexées sur l'inflation assurent une couverture dans ce type de régime.

3 Poursuite de la rotation cyclique

- Les premières tendances de la saison de publication des résultats du premier trimestre sont prometteuses, les anticipations du consensus évoluant sensiblement à la hausse au cours des deux dernières semaines. IBES prévoit ainsi +31 % pour le S&P 500, contre +24 % (1^{er} avril) et il en va de même pour le Stoxx 600 désormais attendu à +56 % contre +47 % précédemment.
- Dans ces deux régions, les secteurs qui avaient été les premiers touchés l'an dernier, à savoir les services financiers et les biens de consommation cycliques, mènent désormais le rebond. Bien que ces chiffres préliminaires soient appelés à fluctuer, ce scénario procyclique semble destiné à durer.

Conséquences en matière d'investissement :

- La rotation procyclique est déjà bien avancée, mais conserve encore du potentiel. Les actions sous-évaluées (style value) peuvent encore bénéficier d'une croissance plus forte des BPA et du momentum économique.
- Nous adoptons également un positionnement régional procyclique, en surpondérant les pays émergents, l'UEM, le Japon et la région Pacifique hors Japon, en restant neutres sur les États-Unis et le Royaume-Uni et en sous-pondérant les marchés défensifs d'Europe comme la Suisse.

POINTS CLÉS

4 Reflation sans hyperinflation en Chine, où la reprise économique soutenue se poursuit

- Nous tablons sur une accélération séquentielle de la reprise économique après le ralentissement du premier trimestre, sous l'impulsion des services.
- Les responsables politiques seront moins préoccupés par la croissance, ce qui entraînera une réduction prudente des politiques de soutien budgétaire et du crédit, ainsi qu'un durcissement ciblé du marché du logement.
- L'inflation ne sera pas un problème pour la PBoC en 2021. Nous nous attendons à ce que l'IPP atteigne un pic au deuxième trimestre dans un contexte de modération de l'impulsion budgétaire et du crédit. L'IPC se renforcera progressivement en 2021-2022, l'inflation sous-jacente restant inférieure à 3 %.

Conséquences en matière d'investissement :

- Le pic d'inflation passager, la réaccélération de la croissance séquentielle et l'augmentation de l'offre obligataire exercent une pression haussière sur les rendements des emprunts d'État au deuxième trimestre. Nous préférons acheter les hausses de rendement, le cas échéant, car les rendements devraient rester stables à 12 mois.
- À mesure que la vague de liquidités commence à refluer, nous restons sélectivement constructifs sur le marché des actions chinoises, en privilégiant les valeurs de rendement par rapport aux valeurs de croissance. Les petites capitalisations présentent également un potentiel haussier plus élevé à court terme, celles-ci bénéficiant de la généralisation de la reprise économique.
- Les risques de défaut d'entreprises publiques et de véhicules de financement des gouvernements locaux continuent de peser sur le marché du crédit et de prolonger l'aversion pour le risque.

5 Poursuite de la reprise à deux vitesses au Japon qui est en bonne position dans le cycle mondial de hausse des investissements

- Le contraste important entre les commandes intérieures et extérieures de machines en début 2021 semble indiquer que la demande extérieure en investissements reste le principal moteur de la reprise au Japon.
- Les bénéfices des entreprises japonaises ont tendance à évoluer en tandem avec le cycle manufacturier mondial. Ainsi, compte tenu de la reprise de la production manufacturière mondiale, la croissance des bénéfices au Japon devrait continuer à rebondir.

Conséquences en matière d'investissement :

- Le Japon reste un pari cyclique, qui devrait être privilégié dans le cadre d'une reprise mondiale, tandis que le yen devrait s'affaiblir à mesure que l'appétit pour les opérations de portage augmente.
- Nous conservons un biais légèrement positif, le risque étant que la reprise mondiale s'accompagne d'une pression haussière moindre sur le dollar une fois que le Japon et l'Europe auront rattrapé les États-Unis et la Chine.

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 Investment Yield Real Estate
Strategies 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.msclub.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.

Amundi Asset Management, 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

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - marcutti

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 et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégie Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, 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

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste Recherche Cross Asset

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

LEONARDI Michele, Analyste Recherche Cross Asset

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurélien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit