THÉMATIQUE

L'écart de performances économiques entre la France et l'Allemagne va-t-il se réduire au cours des prochaines années ?

TRISTAN PERRIER
Analyste Global Views

Si les performances macroéconomiques de l'Allemagne ont été nettement meilleures que celles de la France au cours des vingt dernières années, la France a mené à bien de nombreuses réformes relevant d'une politique de l'offre depuis 2014. Pour l'heure, la crise du Covid ne fait que creuser davantage l'écart franco-allemand. Cependant, l'effet différé des réformes françaises pourrait quand même contribuer à réduire cet écart à l'horizon de quelques années. Dans tous les cas, cependant, l'évolution des performances relatives des deux économies dépendra aussi de la façon dont elles sauront s'adapter aux grands défis sectoriels dits de la « disruption ».

Les performances économiques de la France ont été très inférieures à celles de l'Allemagne depuis la création de l'euro

Une nette sous-performance de la France depuis 1999, particulièrement visible depuis 2009.

La France a réalisé de moins bonnes performances que l'Allemagne en termes de croissance du PIB (du moins par habitant), de grands indicateurs du marché du travail, de commerce extérieur et d'évolution de l'endettement public et privé depuis 1999. Cette tendance s'est même accentuée au cours de la dernière décennie (*voir le tableau*).

Cette sous-performance a eu pour corollaire un repli spectaculaire du poids du secteur manufacturier dans le total de la valeur ajoutée et de l'emploi en France, à comparer avec un déclin beaucoup plus modéré en Allemagne, où ce poids reste bien plus important que dans la majorité des économies avancées.

En 2019, un certain nombre des grands indicateurs économiques français était même passé en dessous des niveaux non seulement de leurs homologues allemands, mais aussi de la moyenne de la zone euro, du moins en ce qui concerne le déficit public, le déficit courant et l'endettement public et privé. Il était toutefois possible d'arguer que 1/les déficits français n'étaient pas très importants en termes absolus, 2/le niveau élevé de la dette des entreprises était en partie dû à de l'endettement interne des groupes multinationaux et en partie compensé par des trésoreries d'entreprises abondantes[1].

[1] *Voir : Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ? M.B. Khder et C. Rousset, Insee, 2017*

	Allemagne	France	Zone euro
Industrie, % de la Val.Aj., 1999	*22,18*	*16,17*	*19,29*
Industrie, % de la Val.Aj., 2019	21,11	11,04	16,37
Export. de biens, % du PIB, 1999	*23,2*	*19,9*	-
Export. de biens, % du PIB, 2019	37,3	21,4	-
Croissance du PIB réel, moy. 2009-2019	*1,4*	*1,4*	*1,4*
Croissance du PIB réel, moy. 1999-2020	2,0	1,3	1,4
Croissance du PIB/hab, moy 1999-2019	2,5	2,2	-
Taux de chômage, %, 1999	*8,6*	*10,4*	*9,8*
Taux de chômage, %, 2019	3,1	8,5	7,6
Dette publique, % du PIB, 1999	*60,1*	*60,5*	*71,9*
Dette publique, % du PIB, 2019	59,8	98,1	87
Solde public structurel, % du PIB, 1999	*-1,7*	*-1,6*	*-1,5*
Solde public structurel, % du PIB, 2019	1,4	-3,0	-0,7
Compte courant, % du PIB, 1999	*-1,4*	*4,4*	*-0,5*
Compte courant, % du PIB, 2019	7,1	-0,8	2,7
Dette des entreprises non fin., % du PIB, 1999	*53,0*	*96,6*	-
Dette des entreprises non fin., % du PIB, 2019	58,7	151,6	-

Sources: FMI, Eurostat, Banque des règlements internationaux

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

THÉMATIQUE

Les réformes « pro-offre » françaises ont été saluées par les organisations internationales

Cet écart entre les performances allemandes et françaises est généralement attribué à :

Des différences de composition sectorielle de l'économie, l'Allemagne ayant de fortes positions dans des activités industrielles bien exposées aux évolutions de la demande mondiale durant cette période, marquée notamment par la rapide expansion de l'économie chinoise.

Des politiques économiques différentes, notamment les grandes réformes qui ont amélioré la compétitivité allemande au milieu des années 2000.

L'interaction de la monnaie unique et des politiques économiques, via au moins deux canaux :

a/l'impossibilité, pour la France, de compenser, par la dépréciation du change, la « dévaluation interne » réalisée par l'Allemagne grâce à ses réformes.

b/la perception, par les marchés, que la dette publique française était de fait garantie par l'Allemagne (en raison de l'architecture de la zone euro). Ceci a eu pour effet de maintenir les rendements souverains français à des niveaux très faibles (notamment en comparaison de ceux des pays d'Europe du Sud), réduisant l'incitation à corriger les déficits et permettant la persistance d'un modèle de croissance français fondé sur l'endettement public, privé et (dans une moindre mesure) extérieur.

Cependant, depuis 2014, la France a mené une politique de l'offre très active tandis que la dynamique des réformes s'est essoufflée en Allemagne.

Au cours de la dernière décennie, l'Allemagne a nettement affirmé son leadership politique en zone euro, jouant un rôle très visible (et efficace) dans le maintien de l'intégrité de l'union monétaire durant plusieurs épisodes de crise. En revanche, elle n'a mené à bien que peu de réformes de son marché domestique, certains observateurs décrivant même certaines mesures (portant notamment sur le salaire minimum et les retraites) comme un retour en arrière par rapport à la politique pro-entreprises de la décennie précédente.

À l'inverse, à partir de 2014, la France s'est distinguée par une dynamique de réformes internes « pro-offre » plus forte que celle des autres grands pays de la zone euro. Cette direction a d'abord été empruntée au milieu du mandat de F. Hollande, accompagnée d'une communication parfois ambiguë (car il s'agissait d'une rupture avec les grandes lignes du programme électoral) puis durant les premières années du mandat d'E. Macron, cette fois de façon pleinement assumée (puisqu'en conformité avec les promesses faites aux électeurs).

Les réformes françaises ont, dans l'ensemble, suivi deux grands axes :

Le déplacement d'une partie du poids de la fiscalité des entreprises vers les ménages (et, parmi les ménages, des travailleurs vers les retraités aisés) au moins jusqu'en 2018.

L'évolution vers un modèle de « flexi-sécurité » nordique via 1/la réduction de la protection des acteurs déjà en place et l'augmentation de la concurrence sur les marchés du travail, des produits et des services 2/la simplification du système de protection sociale afin de le rendre plus facile à piloter et plus adapté à la mobilité des carrières professionnelles.

Le peu d'empressement de la France à réduire son déficit budgétaire durant cette période (notamment par rapport aux pays d'Europe du Sud) a été, en partie, le corollaire de cette priorité donnée aux réformes : pour être acceptées par la population, celles-ci ne devaient pas s'accompagner de mesures d'austérité trop fortes. Cette logique a été particulièrement visible lorsque, pour apaiser le mouvement des *Gilets Jaunes* fin 2018 et début 2019, le gouvernement s'est résolu à creuser le déficit par des mesures de soutien au pouvoir d'achat, tout en parvenant à mener de nouvelles réformes « pro-offre » jusqu'à la crise Covid.

Les politiques de l'offre mettent en général plusieurs années à produire des effets positifs, et, dans le cas de la France, ceux-ci n'étaient encore que très partiellement visibles en 2019. Néanmoins, les organisations internationales « pro-marché » ont salué les réformes réalisées.

THÉMATIQUE

La crise du Covid frappe, pour l'instant, la France plus durement que l'Allemagne

Sur le plan du chômage et de la croissance, les chiffres français tendaient, certes, à s'améliorer en 2019, en termes absolus ou relatifs (par rapport à l'Allemagne). Néanmoins, cette amélioration était attribuable avant tout 1/à l'évolution « normale » du marché du travail après plusieurs années de reprise économique généralisée en zone euro 2/au fait que, en raison de la structure de son économie, la France subissait moins que l'Allemagne les perturbations du commerce international causées par le protectionnisme américain et le *Brexit*.

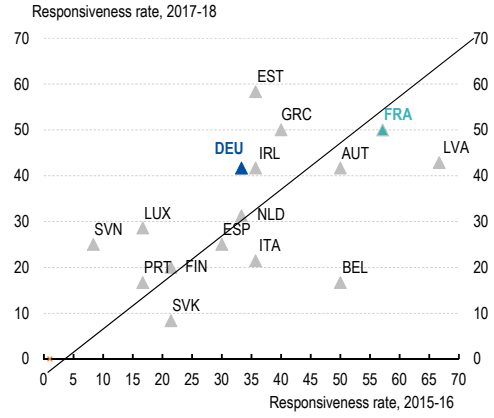
Les organisations internationales ont accordé un satisfecit aux réformes françaises :

Dans le cadre de son évaluation « Objectif croissance », l'OCDE a identifié la France comme le grand pays de la zone euro ayant mené le plus de réformes en 2017-2018 (à égalité avec la Grèce, et devancé seulement par l'Estonie) après avoir, déjà, occupé la tête du classement en 2015-2016 (devancé seulement par la Lettonie) alors que les réalisations de l'Allemagne ne la situaient que dans la moyenne (*voir graphique 1*). **En termes quantitatifs,** l'OCDE, dans son *Rapport sur la France* de 2019, estimait à 3,2 points de PIB les gains à attendre, après 10 ans, des seules réformes réalisées en 2017-2018.

D'autres grands indicateurs de compétitivité, tels que l'*Indice Global de Compétitivité* du Forum Économique Mondial, ou L'*Indice de la Facilité de Faire des Affaires* de la Banque Mondiale ont également fait état d'une progression significative de la France, même si elle n'avait pas rattrapé l'Allemagne en niveaux absolus *(graphiques 2 et 3)*.

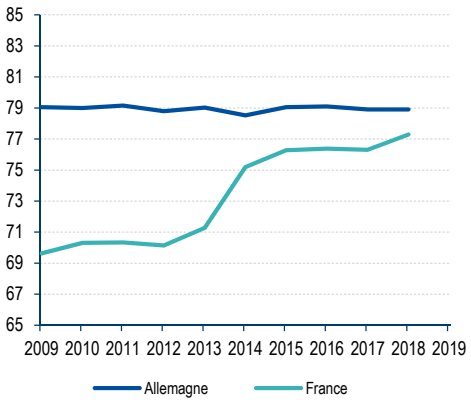
Enfin, plusieurs enquêtes ont indiqué que la France devenait une

1/ Taux de réactivité aux recommandations du programme Objectif Croissance de l'OCDE



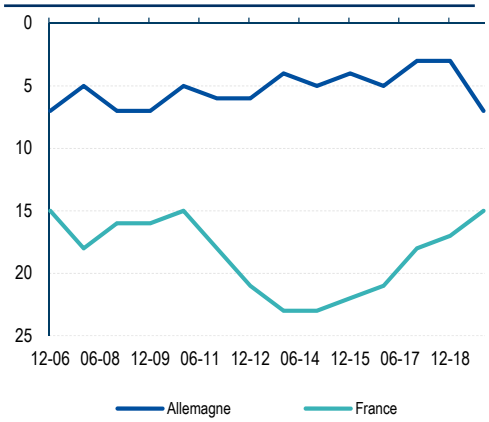
Source : Recherche Amundi - Données 2019

2/ Indice de la facilité de faire des affaires



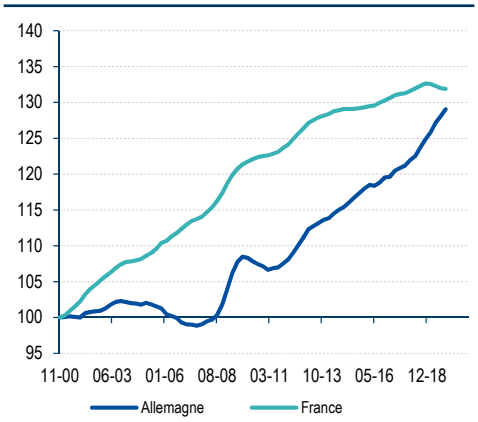
Source : Banque Mondiale, Recherche Amundi - Données 2019

3/ Indice Global de Compétitivité, Rang



Source : World Economic Forum, Recherche Amundi - Données 2019

4/ Coûts salariaux unitaires (base : 100 en 2000)



Source : Eurostat, Recherche Amundi - Données 2019

THÉMATIQUE

Les défis liés à la « disruption » sont particulièrement importants pour certains grands secteurs industriels allemands

destination de plus en plus attractive pour les investisseurs internationaux (ainsi, par exemple, le *Baromètre de l'Attractivité* Ernst & Young de mai 2020 constatait que le pays était devenu la première destination européenne pour les investissements directs étrangers en 2019).

Un certain resserrement de l'écart de compétitivité franco-allemand était également visible à travers les indicateurs de coût unitaire de la main-d'œuvre qui, en 2019, montraient une érosion des gains relatifs réalisés par l'Allemagne depuis les années 2000 (c'est-à-dire une montée plus rapide des coûts unitaires de la main-d'œuvre allemande), même si, sur la période la plus récente, cette tendance ne s'expliquait pas tant par des changements structurels que par les mauvais chiffres conjoncturels allemands de 2018 et 2019.

La politique de l'offre française peut encore, d'ailleurs, donner lieu à quelques réalisations supplémentaires d'ici les élections de mi-2022 même si, là comme ailleurs, la crise du Covid a donné la priorité à d'importantes mesures de soutien de la demande.

Le plan de relance annoncé par le gouvernement français en septembre 2019 peut être décrit comme davantage « pro-offre » que son équivalent d'outre-Rhin. Si les deux plans représentent chacun environ 4 % du PIB de leurs pays respectifs, la version française cible davantage les entreprises (via notamment des baisses permanentes des impôts de production) et ne prévoit pas de soutien non ciblé à la consommation (comme la baisse de la TVA en Allemagne).

Le gouvernement français a également affirmé vouloir poursuivre son programme de réduction de l'impôt sur les sociétés et finaliser sa réforme générale des retraites, dont le processus d'approbation parlementaire a été interrompu par la crise du Covid. Cette dernière réforme n'aurait que peu d'effet direct immédiat (sauf modification par rapport au projet interrompu, les salariés nés avant 1975 resteraient dans l'ancien système). Elle constitue néanmoins un signal fort d'adaptation de l'économie à une mobilité accrue des carrières professionnelles, un élément jugé en général très positif pour la croissance de long terme.

La crise du Covid a retardé, sans forcément l'éliminer, la perspective d'une réduction de l'écart franco-allemand. Cependant, au cours des prochaines années, les performances relatives des deux économies seront également déterminées par l'évolution du poids réel de l'endettement public et par les grands choix d'adaptation de leurs forces de production aux défis dits de la « disruption ».

Jusqu'à présent, la crise du Covid a frappé l'économie française plus durement que l'économie allemande (le PIB français a ainsi reculé de 18,9 % au 1er semestre 2020, contre 11,5 % pour son homologue allemand) en raison d'une combinaison de hasards (la localisation des premiers clusters européens), de politiques de santé et d'expositions sectorielles (la France ayant de fortes positions dans les secteurs de l'aéronautique et du tourisme, très affaiblis par l'épidémie)[2].

De plus, la France a abordé la crise dans une situation de déficit et d'endettement publics moins favorable que celle de l'Allemagne. À première vue, elle semble donc moins en mesure d'apporter à son économie un soutien budgétaire supplémentaire sans mettre en péril la soutenabilité de ses finances publiques. Aussi, si la France peut récolter progressivement les fruits des réformes des dernières années au fur et à mesure que la situation économique se normalisera, l'Allemagne pourrait avoir, de son côté, la capacité de réaliser des investissements publics plus importants.

Toutefois, l'évolution rapide de la perception des vulnérabilités liées à la dette publique « monétisée » peut conduire à une réévaluation des marges de manœuvre budgétaires disponibles. La quasi-totalité de la

[2] *Des choix méthodologiques différents faits par les comptables nationaux pour tenir compte de situations économiques très inhabituelles peuvent également expliquer une partie de cet écart.*

THÉMATIQUE

hausse de l'endettement public lié au Covid devrait être absorbée par les achats de la BCE qui, très probablement, maintiendra pendant longtemps les taux d'intérêt à des niveaux très faibles. Par ailleurs, la *Théorie Monétaire Moderne* (suivant laquelle l'endettement public peut avoir un coût budgétaire réel très faible, voire nul) semble gagner du terrain parmi les acteurs économiques et du marché. Il est donc possible (quoique pas certain) qu'une situation d'endettement public déjà très élevé soit moins un obstacle à emprunter davantage qu'on ne le croyait précédemment. De futurs plans de relance se heurteraient alors davantage à des obstacles opérationnels, potentiellement aussi nombreux en Allemagne qu'en France (choix des projets, freins bureaucratiques, opposition de certaines parties prenantes…), qu'à des limites de capacités de financement. En outre, rappelons que la zone euro vient de franchir une étape importante en termes de mutualisation de la dette (quoiqu'en principe ponctuelle, et avec la France, comme l'Allemagne, en tant que contributeur net).

Enfin, les performances relatives des deux économies dépendront aussi de la façon dont elles sauront faire face aux défis sectoriels dits de la « disruption », dont certains pourraient être plus prononcés dans le cas allemand.

L'Allemagne, comme la France, détient de solides positions dans des secteurs bien exposés à certaines grandes tendances économiques mondiales (les deux pays, par exemple, sont d'importants fournisseurs de grandes infrastructures urbaines et de transport, essentielles pour accompagner le développement des grandes « villes mondiales »).

À l'inverse, l'Europe, de manière générale, est considérée comme très en retard sur les États-Unis et la Chine en matière de Big Tech et de Big Data.

Cependant, alors que l'économie française, très orientée vers les services, doit relever des défis multiples, mais dans l'ensemble similaires à ceux rencontrés par les autres économies avancées de taille moyenne, l'Allemagne pourrait, en plus, être confrontée à des difficultés spécifiques liées à l'importance de certains de ses secteurs industriels. Ainsi, l'automobile et la chimie représentent, ensemble, 6,4 % de la valeur ajoutée allemande, contre seulement 1,7 % en France. Or ces activités, où l'Allemagne occupe une position de leader mondial, sont à la fois très gourmandes en investissement et directement ciblées par la remise en cause des grandes habitudes de consommation[3]. La capacité de l'Allemagne à faire les bons choix d'investissement pour adapter ces secteurs aux enjeux environnementaux, techniques et commerciaux des prochaines années déterminera probablement en grande partie dans quelle mesure elle restera le leader économique incontesté de la zone euro.

Conclusion

En retard économique par rapport à l'Allemagne, la France a fait d'importants efforts durant la période 2014-2020 pour améliorer son potentiel de croissance. Malgré la crise du Covid et son coût très important en termes de PIB et de finances publiques, et pour autant que les délais habituels entre les réformes et leurs effets soient toujours vérifiés, l'économie française, à présent un peu plus flexible et compétitive, devrait toucher, au cours du reste de cette décennie, des dividendes de ses efforts passés. L'Allemagne, de son côté, a été moins active en termes de politique de l'offre au cours des dernières années. Elle n'en conserve pas moins une longueur d'avance si l'on en juge par les principaux indicateurs de compétitivité et dispose d'amples capacités budgétaires pour soutenir l'activité et investir. Alors que la structure actuelle de son économie l'expose particulièrement à certains des défis dits de la « disruption », les choix stratégiques faits dans certains de ses grands secteurs industriels seront probablement déterminants pour le maintien de son leadership.

Achevé de rédiger le 30/09/2020

[3] *Des études ont ainsi souligné le grand nombre d'emplois qui pourraient être menacés dans l'industrie automobile allemande : jusqu'à 400 000 d'ici 2030, sur un total actuel de 830 000, d'après une évaluation datant de janvier 2020 de la Plateforme Nationale sur l'Avenir de la Mobilité, une agence de recherche financée par le gouvernement allemand.*

THÉMATIQUE

La France vient d'annoncer un plan de relance de 100 milliards d'euros

VALÉRIE LETORT, *Stratégiste Taux*

Principales caractéristiques du plan :

Le plan biennal « France Relance », doté d'une enveloppe de 100 milliards d'euros, s'inscrit dans le programme présidentiel d'Emmanuel Macron. Celui-ci vise à restaurer la compétitivité des entreprises françaises et à faciliter la création d'entreprises et l'embauche grâce à la flexibilité du marché du travail, afin de faire baisser le chômage et générer de la croissance.

Toutefois, le dispositif massif de chômage partiel, également appelé « bouclier anti-licenciements », devrait être maintenu jusqu'à la fin de l'année.

30 milliards d'euros lui ont déjà été alloués dans le cadre des programmes précédents et 7 milliards d'euros supplémentaires lui seront alloués dans le cadre du plan de relance.

Au total, les injections directes de liquidités liées au Covid-19 ont déjà atteint 60 milliards d'euros, sans compter les 120 milliards d'euros alloués sous forme de prêts aux entreprises. Ce plan vient donc en complément, mais doit surtout permettre « d'investir dans l'avenir… pour bâtir la France de demain », selon Emmanuel Macron.

Le plan devrait être financé à 40 % par l'Europe. Combiné aux autres mesures de soutien, il fera passer la dette du pays de 100 % à 120 % du PIB.

Il repose sur trois piliers dotés d'une enveloppe de 30 à 35 milliards d'euros chacun :

1/ 30 milliards d'euros sont destinés à la transition écologique, mais seront en réalité principalement orientés vers les infrastructures vertes (développement du fret ferroviaire et des pistes cyclables, promotion de l'isolation thermique des bâtiments) et les véhicules moins émetteurs de CO_2, tels que les voitures et les avions « verts ». Ce soutien prendra la forme de projets parrainés par l'État ou de primes à l'achat. Le soutien au marché de l'emploi proviendra principalement du secteur de la construction, qui est l'un des plus gros employeurs de France.

2/ 15 milliards d'euros seront consacrés à l'innovation et à la relocalisation en ciblant principalement les secteurs de la pharmacie et du numérique. La numérisation sera sans doute plus facile à implémenter dans le service public et les grandes entreprises. Il faudra donc s'appuyer sur les collectivités territoriales pour contribuer à la numérisation des petites et moyennes entreprises, qui prises dans leur ensemble sont les plus gros employeurs en France et les plus imbriquées dans le tissu social. De fait, en 2019, ces petites et moyennes entreprises représentaient 9 % du PIB et employaient 49 % des 14 millions de travailleurs français. Ces entreprises viennent principalement des secteurs de la construction, de la restauration et de l'hébergement.

20 milliards d'euros supplémentaires serviront à financer une baisse des taxes sur la production et de la taxe foncière, les trois quarts de ce montant étant destinés aux petites et moyennes entreprises.

3/ Les 30 milliards d'euros restants seront consacrés à la protection sociale, dont 15 milliards d'euros pour l'emploi, les formations et les reconversions, près de 7 milliards d'euros pour l'apprentissage, plus de 7 milliards d'euros pour le dispositif de chômage partiel et 6 milliards d'euros pour le secteur de la santé.

Les trois piliers du plan de relance sont donc cohérents et imbriqués. Ils visent à déclencher un cercle économique vertueux par la création d'emplois et de startups[1], ainsi que le rétablissement de la confiance qui permettra aux ménages français de dépenser leurs économies, complétant ainsi les projets gouvernementaux avec des infrastructures physiques ou numériques.

L'épargne prévisionnelle des ménages français a en effet atteint le montant record de 100 milliards d'euros, soit autant que le plan de relance.

Le gouvernement français souhaite donc encourager les ménages français à dépenser et s'engage à ne pas hausser leur niveau d'imposition. Si les primes à l'achat prévues par le plan apportent une aide, le rétablissement de la confiance dans un contexte de multiplication des licenciements dans les grandes entreprises françaises et de détérioration des conditions sanitaires sera une tâche difficile qui devrait prendre un certain temps.

Le calendrier de déploiement du plan est très ambitieux et prévoit 30 milliards d'euros dès 2021, alloués sur une base mensuelle par le comité ministériel du Premier ministre Jean Castex. Il pourrait toutefois s'étirer jusqu'en 2024.

[1] *Le plan devrait permettre la création de 60 000 emplois en 2021 et le redémarrage de l'activité post-confinement devrait déboucher sur 200 000 emplois supplémentaires.*

Amundi | Research
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET
INVESTMENT STRATEGY

Octobre 2020 # 10

Amundi Research Center

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

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.mscibarra.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 règlementaires 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 – 437574452 RCS Paris www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Suriyapong Thongsawang

Directeur de la publication
BLANQUÉ Pascal, *CIO Groupe*

Rédacteur en chef
DEFEND Monica, *Responsable de la Recherche Groupe*

Rédacteurs en chef adjoints
BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

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, *Macrostratégiste, Marchés Émergents*
CESARINI Federico, *Stratégiste Cross Asset*
DELBO' Debora, *Stratégiste Senior Marchés Émergents*
DROZDZIK Patryk, *Marchés émergents, Économiste*
GEORGES Delphine, *Stratégiste Taux*
HERVE Karine, *Marchés émergents, Économiste Sénior*
LEONARDI Michele, *Analyste Cross Asset*
MIJOT Eric, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*
LETORT Valérie, *Stratégiste Taux*
PERRIER Tristan, *Analyste Global Views*
PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*
USARDI Annalisa, *CFA, Économiste Senior*
VARTANESYAN Sosi, *Marchés émergents, Économiste Senior*

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*
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