LE THÈME DU MOIS

IBRA WANE,
Stratégiste Actions Senior

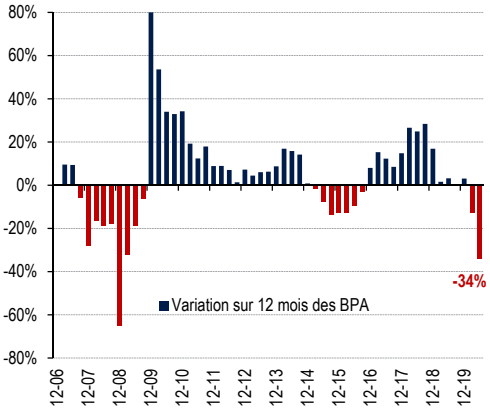
Une saison des résultats meilleure que prévu mais la question de la valorisation n'est pas encore tranchée…

Les résultats du 2nd trimestre se sont fortement dégradés mais s'avèrent cependant meilleurs qu'attendus; leur chute étant finalement moins accentuée que lors de la Grande Crise Financière de 2008-2009 (GCF), alors que la récession en cours est bien plus brutale. Cette résistance étonnante est due en grande partie à des aspects sectoriels. Ainsi, les valeurs financières ont dans l'ensemble mieux résisté que lors de la GCF. Par ailleurs, la Santé et la Technologie ont remarquablement tiré leur épingle du jeu. Revers de la médaille, hormis ces deux derniers secteurs, le recul des résultats aurait été bien plus prononcé. Compte tenu des révisions passées et des acquis du 1er semestre, sauf nouvel épisode de confinement généralisé, l'essentiel de l'ajustement du consensus semble derrière nous. Le débat sur la valorisation - excessive ou pas - est en revanche encore loin d'être tranché. Pour répondre à cette question, la durée de la crise sera le paramètre essentiel.

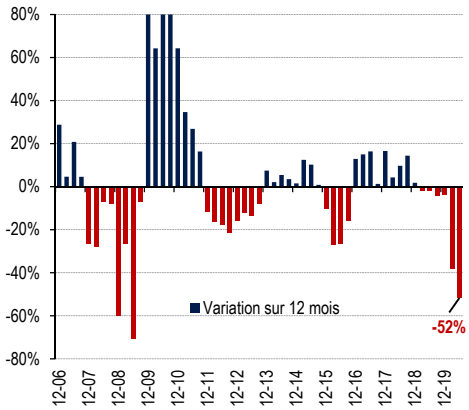
Une baisse sans précédent depuis la Grande Crise Financière

Les publications du second trimestre 2020 se sont littéralement effondrées avec une baisse des chiffres d'affaires (-10 % pour le S&P 500 et -20 % pour le Stoxx 600) et des résultats (-34 % et -52 %) bien plus prononcée qu'au premier trimestre et sans précédent depuis la Grande Crise Financière de 2008-2009 (GFC) avec la crise des subprimes et la faillite de Lehmann Brothers. Compte tenu d'une durée de confinement bien plus étendue qu'au 1er trimestre – six semaines en moyenne contre deux - cette nouvelle détérioration des résultats par rapport aux trois premiers mois de l'année n'est pas pour surprendre.

1/ **Résultats trimestriels S&P 500** 2/ **Résultats trimestriels Stoxx 600**



Source : IBES, Recherche Amundi, 11 août 2020



Source : IBES, Recherche Amundi, 11 août 2020

La chute aurait pu être pire…

Des résultats meilleurs que prévu suite à une combinaison d'effets sectoriels

Bien qu'en forte baisse, ces résultats ont toutefois été bien **meilleurs qu'attendus** tant aux États-Unis (-34 % vs -44 %, soit +10 points) qu'en Europe (-52 % vs. -66 %, soit +14 points). Compte tenu de l'ampleur des révisions baissières depuis le 1er (-30 % en Europe, -22 % aux États-Unis), cette « bonne surprise-là » est toutefois à **relativiser**.

La véritable « **bonne surprise** » en revanche provient du fait que **la chute actuelle soit finalement moins accentuée que lors de la GCF** alors que la récession en cours est bien plus brutale qu'à l'époque. Ainsi, au T2 2020, le PIB américain s'est contracté de -9,5 % sur 12 mois contre -3,9 % au plus fort de la GCF (T2 2009). De même en zone euro - la moyenne de l'Union européenne (UE) n'étant pas encore connue - le PIB a décroché de -12,1 % contre -3,1 % à son acmé au T1 2009 (et -5,5 % pour l'UE).

LE THÈME DU MOIS

Les financières ont mieux résisté qu'en 2008-2009

Cette « bonne résistance relative » s'explique notamment par une **combinaison d'effets sectoriels**. Tout d'abord, à la différence de l'époque, **les Financières ne sont plus au cœur de la crise** cette fois-ci. Par ailleurs, **la Santé et de la Technologie ont remarquablement tiré leur épingle du jeu** à l'occasion de la pandémie.

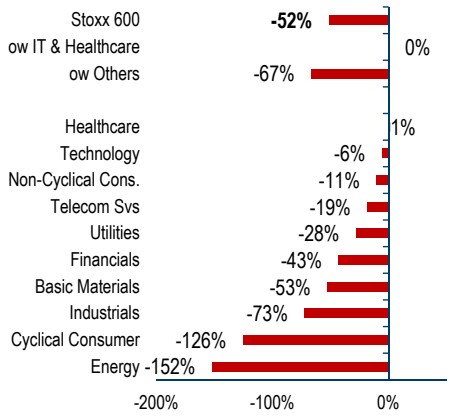
S'agissant du **secteur Financier**, ses résultats ont fortement baissé (-54 % aux États-Unis et -43 % en Europe au T2) mais ceci est sans comparaison avec l'ampleur des pertes encaissées lors de la crise des *Subprimes*. Ainsi, au T2 2020, les Financières n'expliquent plus que 30 % du repli des résultats du S&P 500 et 29 % de ceux du Stoxx 600. Cela demeure important mais sans commune mesure avec l'année 2008 où, à elles seules, elles avaient occasionné 84 % du recul des résultats du S&P 500 et plus de 100 % de ceux du Stoxx 600 (106 %). Enfin, non seulement elles ont mieux résisté, mais leur poids relatif est également bien moindre qu'à l'époque. Ainsi au 30 juin 2020, le secteur ne pèse plus que 15 % de la capitalisation du Stoxx 600 contre 24 % onze ans auparavant. De même, la part des Financières au sein du S&P 500 s'est contractée d'un quart, passant de 13,5 % à 10,1 %.

À l'inverse, le poids de la **Technologie** a très fortement augmenté sur la même période, passant de 18 à 27 % pour le S&P 500 et de 3 à 8 % pour le Stoxx 600. Par ailleurs le confinement forcé et l'engouement pour le télétravail ont constitué un formidable accélérateur pour ce secteur, depuis l'amont avec les semi-conducteurs jusqu'à l'aval chez l'utilisateur final. Dès lors, tant les chiffres d'affaires (+13 % pour le Stoxx, +4 % pour le S&P) que les résultats du secteur au T2 (-6 % pour le Stoxx, +2 % pour le S&P) se sont largement démarqués de la tendance générale (CA : Stoxx -20 %, S&P -10 %, Résultats : Stoxx -52 %, S&P -34 %).

Étant donné la nature de la crise, **la Santé** est l'autre grand secteur qui est parvenu à tirer son épingle du jeu. Ainsi de part et d'autre de l'Atlantique, celui-ci s'est révélé très résilient avec une hausse de ses résultats de +1,4 % en Europe et +5,5 % aux États-Unis. En Europe, c'est même le seul secteur à avoir connu une progression de ses résultats au T2 2020. Cette très bonne résistance de la Santé et de la Technologie masque cependant **une situation détériorée dans de larges pans de la cote**. Les baisses moyennes du S&P 500 (-34 %) et du Stoxx 600 (-52 %) sont donc à relativiser car hormis ces deux secteurs, la moyenne chute de 15 à 20 % (cf. graphiques 3 et 4).

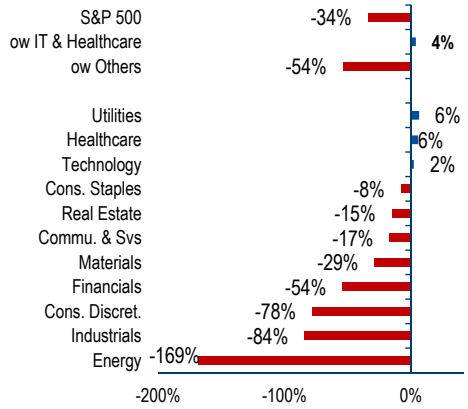
Au-delà des aspects macroéconomiques généralement mis en avant, **ces aspects sectoriels expliquent également en bonne part les écarts de résultats entre les États-Unis et l'Europe**. Le S&P 500 bénéficie en effet d'une **exposition à la Technologie** bien plus importante que le Stoxx 600 (27 % de sa pondération contre 8 %). À l'inverse, **Énergie, Biens d'Équipement, Luxe et Automobile** qui ont subi de plein fouet les effets de la crise, pèsent globalement deux fois

3/ **Stoxx 600 : résultats T2 20, var 12M en %**



Source : IBES au 11 août 2020, Recherche Amundi

4/ **S&P 500 : résultats T2 20, var 12M en %**



Source : IBES au 11 août 2020, Recherche Amundi

LE THÈME DU MOIS

L'énergie, la consommation discrétionnaire et l'Industrie ont été particulièrement touchées

Même le luxe a été sous pression cette fois-ci…

plus lourd en Europe (20 % contre 9 %).

Les mêmes secteurs en première ligne des deux côtés de l'Atlantique

De part et d'autre de l'Atlantique, trois secteurs ont été particulièrement touchés : l'Énergie, la Consommation Discrétionnaire et les Industrielles. Nous reviendrons plus en détail sur le cas des deux premiers qui nous semble très révélateur.

S'agissant de **l'Énergie**, les Majors ont non seulement souffert de la chute des cours du brut et de la baisse de la demande liée au Covid-19 mais elles ont dû également passer des provisions massives afin de tenir compte d'un prix du baril durablement plus bas.

Ainsi, BP prévoyant « une demande en énergie potentiellement plus faible sur une période prolongée… (voire)… une transition énergétique qui pourrait s'accélérer dans le cadre des plans de relance post Covid-19 » a déprécié ses actifs de 17,5 Mds d'USD au T2, soit l'équivalent de 20 % de son bilan. ENI (3,0 Mds USD), Total (8,1 Mds USD) et Shell (16,8 Mds USD) ayant peu ou prou fait de même, ce n'est pas moins de 45 Mds de provisions que les **Majors européennes** ont inscrit dans leurs comptes en un seul trimestre, soit (en moyenne) l'équivalent de 73 % de leur EBIT cumulé de l'ensemble de l'année dernière ! Ces dépréciations d'actifs n'engendrent certes pas de sortie de cash mais, en réduisant les fonds propres, elles augmentent mécaniquement les ratios d'endettement. En retour, ceci jette une ombre sur les perspectives de dividendes, alors qu'il s'agissait là d'un des principaux attraits du secteur. Aux **États-Unis** si Exxon Mobil et Chevron ont tous deux plongé dans le rouge au T2 (respectivement -1,1 Md et -8,3 Mds d'USD), c'est surtout du côté des producteurs de pétrole ou de gaz de schiste que la situation est préoccupante. Ainsi, selon une étude de Deloitte du 22 juin dernier[1], le secteur pourrait être amené à provisionner l'équivalent de 50 % de son actif net si les prix bas venaient à perdurer…

La **Consommation discrétionnaire** - qui est également passée dans le rouge en Europe et qui fait partie des plus fortes baisses aux États-Unis - recouvre différents **sous-secteurs** aux caractéristiques très différentes comme le Luxe, l'Électronique grand public, l'Automobile et les Services aux Consommateurs. Si le **Luxe** est d'ordinaire un secteur de forte croissance et relativement immune au cycle, cette fois-ci il a été lourdement impacté par l'effondrement du tourisme international et la quasi-disparition des achats offshore. Ainsi, après -15 % au T1, le chiffre d'affaires cumulé de LVMH, Hermès et Kering a chuté de 39 % au T2, soit -27 % sur l'ensemble du semestre. De même, leurs résultats du 1er semestre ont plongé en moyenne de -75 %, ce qui - même si ces groupes ne publient pas de résultats trimestriels - laisse augurer d'une perte au T2, ce qui serait sans précédent pour ce secteur. Plus habituée aux crises, **l'Automobile** a sans surprise été également très durement frappée avec un chiffre d'affaires en recul de -9 % au T1 et -38 % au T2, soit -26 % sur l'ensemble du semestre. Les marges du secteur étant très sensibles aux volumes, ceci s'est traduit par un effondrement de l'EBIT (-61 %) et du résultat net (-88 %) cumulé de BMW, Daimler, Fiat Chrysler et BMW dès le 1er trimestre (Michelin, Peugeot et Renault ne publiant pas de comptes trimestriels). Compte tenu de la nouvelle dégradation de l'activité au T2, le recul des résultats sur l'ensemble du 1er semestre a été encore plus violent avec -108 % au niveau de l'EBIT et -171 % de celui du résultat net. Enfin, la palme revient aux **Services aux Consommateurs** qui recouvrent notamment les Hôtels & Restaurants et le Transport aérien, deux secteurs touchés au premier chef par le confinement et les interdictions de voyager. Ainsi, le chiffre d'affaires cumulé du Transport aérien a baissé de 87 % (!) au T2 2020, avec des pointes jusqu'à 99,6 % pour Easy Jet. Dès lors, toutes les compagnies du secteur, y compris celles jusque-là les plus rentables comme Ryanair, ont plongé dans le rouge. De même, dans l'hôtellerie, les deux européens figurant dans le top 10 mondial ont subi un recul massif de leur Revenu par chambre

[1] *https://www2.deloitte.com/us/en/pages/about-deloitte/articles/press-releases/the-great-compression-implications-of-covid-19-for-the-us-shale-industry.html*

LE THÈME DU MOIS

disponible au T2 avec -75 % pour InterContinental et -88 % pour Accor.

Aux **États-Unis**, les résultats de la Consommation discrétionnaire ont également fortement baissé (-78 %) mais de façon moindre qu'en Europe (-126 %). Mais là encore, les pondérations sectorielles expliquent une bonne part des différences. Ainsi, en Europe, l'Automobile (22 %), le Luxe (46 %) et l'Hôtellerie-Loisirs (11 %) pèsent ensemble près de 80 % de la Consommation discrétionnaire mais seulement 26 % aux États-Unis. Le reste, correspondant au Retail (74 %), et notamment à la Vente par Internet et Marketing direct ; une sous-catégorie dominée par **Amazon**, qui à lui seul pèse 43 % de la Consommation Discrétionnaire et 4,8 % du S&P 500 ! Amazon ayant été plébiscité pendant le confinement, ses résultats du T2 se sont envolés avec un chiffre d'affaires (+40 %), et un Résultat Net (+100 %) bien au-delà du consensus. À noter toutefois que sans Amazon, les résultats de la Consommation Discrétionnaire auraient chuté de 98 %, au lieu de 78 %, se rapprochant ainsi des 126 % relevés en Europe.

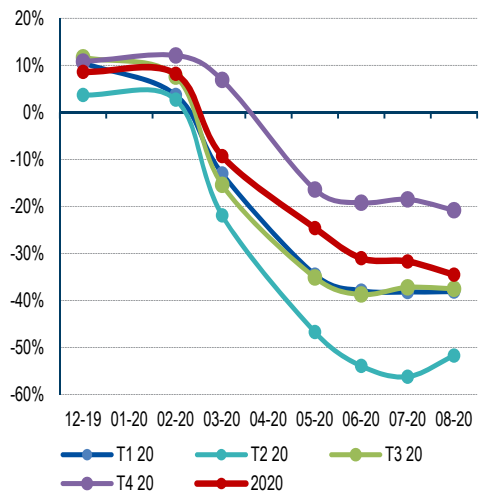
Le consensus s'est désormais largement ajusté…

Avec près de 5 milliards d'habitants de la planète simultanément confinés début mai, les circonstances du **second trimestre 2020** ont été tout à fait exceptionnelles et celui-ci devrait donc durablement marquer le **point bas** des prochaines publications.

L'environnement des dix-huit prochains mois demeure toutefois très incertain. Entre les inconnues sanitaires (évolution du déconfinement, seconde vague ou pas, découverte et disponibilité d'un vaccin…), économiques (évolution de la confiance des ménages et des entreprises…) et géopolitiques (élections US, fiscalité, protectionnisme…), les conjoncturistes hésitent entre toutes sortes de symboles pour caractériser la reprise à venir : en V, W, U, L, racine carrée voire virgule inversée. Dans, ces circonstances, il est évidemment délicat de se prononcer sur la croissance des résultats futurs.

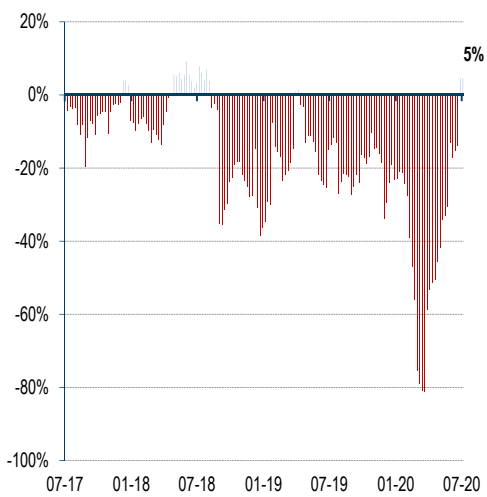
Sauf nouvel épisode de confinement généralisé, l'essentiel de l'ajustement du consensus semble cependant derrière nous. Ainsi au fil des mois, les révisions de bénéfices par actions (BPA) se sont amenuisées (cf. graphique 5) et le net-up des analystes s'est redressé (cf. graphique 6). On rappellera que le net-up correspond au solde net des révisions de BPA à la hausse sur le total des révisions. Cet indicateur, qui varie de -100 % (toutes les révisions sont négatives) à +100 % (toutes les révisions sont positives), est plus sensible que les révisions de BPA en tant que tel. On l'utilise dès lors en complément de ces dernières afin de mieux anticiper les changements de tendance. Dans le graphique 6, on voit

5/ **Stoxx 600 Évolution des attentes de BPA**



Source : IBES, Refinitiv au 11 août 2020

6/ **Net-up des révisions de BPA en Europe**



Source : Datastream, Recherche Amundi, 11 août 2020

LE THÈME DU MOIS

ainsi nettement qu'après avoir atteint un point bas à -81 % à la mi-avril, le net-up est revenu désormais en territoire de neutralité.

Le **consensus bottom-up du Stoxx 600** table actuellement sur un **déclin des BPA de -35 % en 2020**, suivi d'un rebond de **+38 % en 2021**. En d'autres termes, le BPA 2021 serait 10 % inférieur à celui du point de départ pré-Covid de 2019. Pour notre part, **nous demeurons un peu plus prudents sur 2020** (-45 %) du fait de divergences sur le 4e trimestre sur lesquelles nous reviendrons. **En revanche, nous convergeons en niveau sur 2021**, où nous prévoyons des BPA en baisse de 12,5 % par rapport à 2019. (vs. -10 % pour le Consensus).

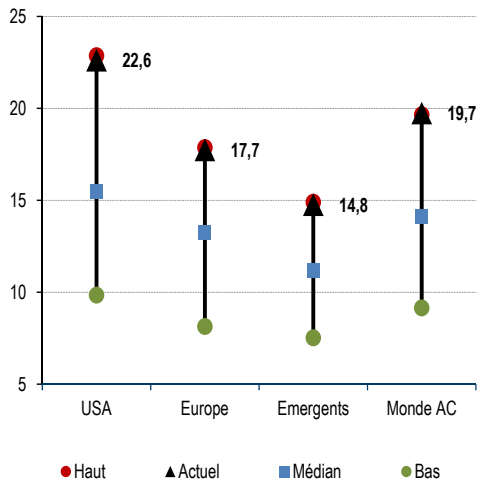
S'agissant tout d'abord des résultats du **3e trimestre**, après le décrochage du T2, ils devraient connaître une hausse séquentielle mais continuer à nettement baisser sur 12 mois. En cela, nous partageons la vision du Consensus (-38 % selon IBES, -40 % d'après nos estimations). En effet, en dehors de secteurs très défensifs comme les Utilities, la Santé et les Télécom, ou de la Technologie qui a actuellement le vent en poupe, les autres secteurs qui représentent ensemble plus de 70 % du chiffre d'affaires cumulé du T2 2020, seront loin d'avoir retrouvé leur niveau de l'année dernière. En revanche, nous divergeons sensiblement du Consensus pour le **4e trimestre** ; celui-ci tablant sur un recul de 21 % et nous de 50 %.

En réalité, la différence est moins spectaculaire qu'il n'y paraît et est plus d'ordre comptable qu'économique. Tout d'abord, comme la plupart des observateurs, nous faisons l'hypothèse qu'il n'y aura pas de second confinement généralisé et que la pandémie sera progressivement maîtrisée. Dès lors, il semble logique de conclure comme le Consensus que la baisse des résultats au T4 devrait s'amenuiser (-21 % au T4, après -38 % au T3 et -52 % au T2). À cette relative amélioration de la **performance opérationnelle**, il nous semble cependant qu'il faut rajouter la prise en compte d'importants **éléments exceptionnels**. Compte tenu d'une visibilité qui demeurera très limitée en fin d'année, nous ne serions effectivement pas surpris si les sociétés procédaient à de nouvelles dépréciations d'actifs (*goodwill*, actifs d'impôts différés, marques, réserves…) ou provisions pour restructuration. Au final, la baisse de 50 % des résultats du T4 que nous anticipons, correspondrait pour moitié à des éléments courants et pour l'autre à de l'exceptionnel.

…mais le débat sur la valorisation n'est pas encore tranché…

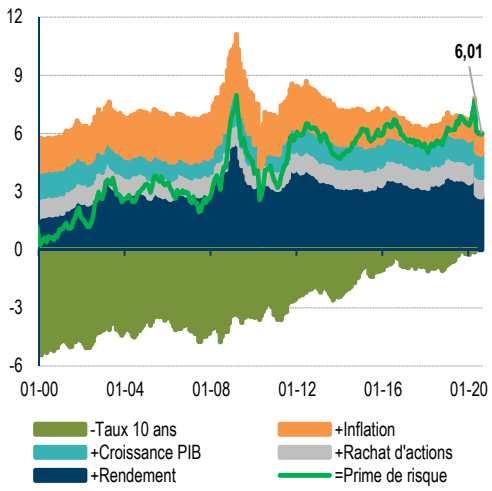
Quelle que soit l'évolution précise des BPA en 2020 et 2021, compte tenu de l'ampleur des révisions (baissières) de bénéfice au cours des six derniers mois et du rebond des marchés depuis mi-mars, les multiples de valorisation se sont très fortement tendus. Ainsi, qu'il s'agisse des 12M forward PE (graphique 7)

7/ **12M forward PE de 2008 à 2020 (13 août)**



Source : Datastream, Recherche Amundi

8/ **Prime de risque actions Europe (13 août)**



Source : Datastream, Recherche Amundi

LE THÈME DU MOIS

ou du CVI[2], ces indicateurs sont au plus haut ou quasiment depuis douze ans, voire vingt aux États-Unis. En revanche, la prime de risque des actions (graphique 8) renvoie un signal complètement différent du fait de l'écrasement des taux longs qui la rende attractive. Que faut-il dès lors en conclure ?

La réponse n'est pas univoque et la durée de la crise sera cruciale pour trancher entre ces deux visions. Si la crise est intense mais relativement courte, les investisseurs, rassurés par les mesures de soutien monétaire et budgétaire, devraient être en mesure de patienter. Autrement dit, compte tenu du peu d'alternatives (TINA), ils continueraient à faire l'impasse sur les mauvais résultats en se fiant aux conclusions de la prime de risque. En revanche, si la normalisation de l'économie devait s'avérer décevante l'an prochain, voire pire être durablement remise en question, alors le marché ne pourrait faire autrement que consolider. Les prochains mois seront donc déterminants. Le quatrième trimestre notamment sera à surveiller de près. Mais pour l'instant, le message des résultats du second trimestre est plutôt celui du verre à moitié plein.

Achevé de rédiger le 14 août 2020

[2] *Le CVI est un indicateur combinant Trailing PE, Fwd PE, Price to Book, Dividend Yield et Price Cash Flow*

Résultats des marchés émergents au T2

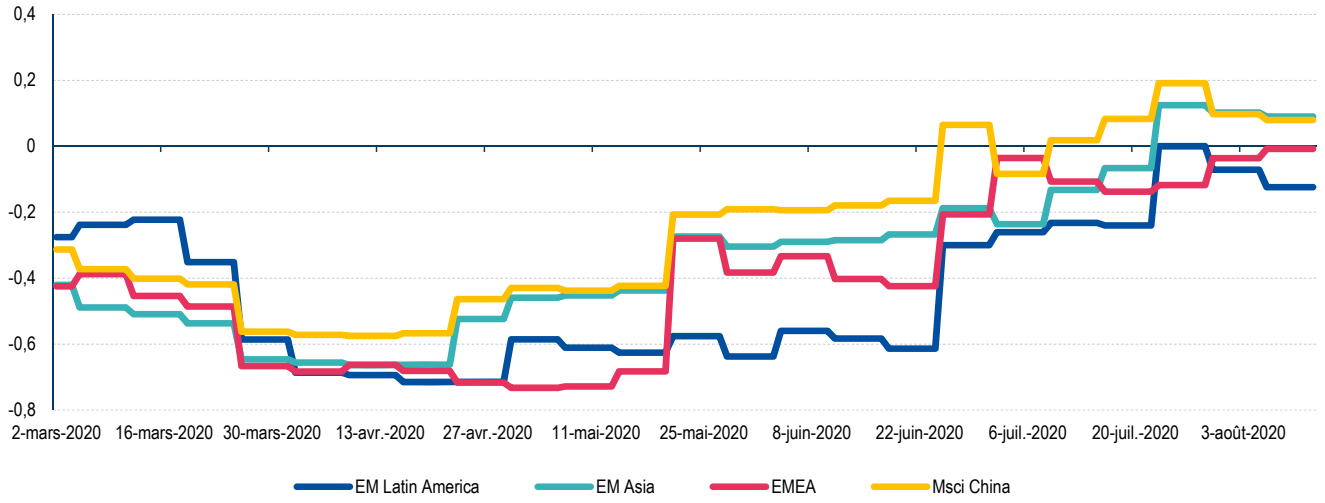
DEBORA DELBO', *Strategiste Senior Marchés émergents*

La publication des résultats du 2e trimestre 2020 indique une croissance en devise locale des revenus nets en glissement annuel négative, à -6,6 %. Le pourcentage de croissance en glissement annuel est négatif presque partout, à l'exception de quelques pays comme la Pologne, Taïwan, la Grèce, la Chine et la Malaisie. Quelque 59 % de l'ensemble des valeurs du MSCI EM ont présenté des surprises positives. Dans l'ensemble, le pourcentage moyen de surprises parmi toutes les entreprises est positif et proche de 20 %. La Russie, les Philippines, la Malaisie et, de façon marginale, l'Indonésie ont enregistré un pourcentage moyen de surprises négatif.

Les révisions des bénéfices pour l'exercice fiscal 2020 continuent globalement de repartir à la hausse. Les révisions des bénéfices pour les valeurs du MSCI Chine et des émergents d'Asie sont à nouveau en territoire positif. Elles sont proches de zéro en EMOA et encore négatives en Amérique latine malgré une amélioration.

La croissance sur douze mois des BPA des valeurs du MSCI EM a légèrement diminué, passant à -19 % (contre -18 % en juillet). Les prévisions à douze mois (source : IBES) ont augmenté de +10 % à +13 % et sont toujours élevées en Chine (+12 %), en Corée (+33 %), en Afrique du Sud (+29 %), en Turquie (+23 %) et à Taïwan (+12 %). Les prévisions ont également augmenté le mois dernier au Brésil (de +2 % à +18 %) et au Mexique (de +10 % à +16 %). Nos prévisions internes de BPA à 12 mois pour le MSCI EM (en USD) sont toujours négatives, bien qu'en amélioration, à -6,9 % en glissement annuel, en raison de la faiblesse du commerce mondial et de la dynamique des exportations des pays émergents en 2020, avec une reprise qui devrait s'amorcer en 2021. Nos perspectives quant au cours du pétrole sont très proches de leur niveau actuel pour 2020 et légèrement plus élevées en 2021.

Révision des résultats anticipés pour 2020 (IBES)



Source : IBES, Recheche Amundi

Amundi ASSET MANAGEMENT | Research

CROSS ASSET
INVESTMENT STRATEGY

Septembre 2020 # 09

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 1 086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Yulia Naumenko

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*
PERRIER Tristan, *Analyste Global Views*
PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*
USARDI Annalisa, *CFA, Économiste Senior*
VARTANESYAN Sosi, *Marchés émergents, Économiste Senior*
WANE Ibra, *Stratégiste Actions 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