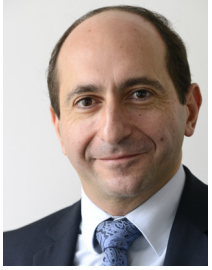
THÉMATIQUE

Les banques centrales doivent-elles nous sauver à tout prix ?

De l'inflation au chômage en passant par le changement climatique et les inégalités, les banques centrales sont aujourd'hui sur tous les fronts. Dans le cadre des revues stratégiques de la Réserve Fédérale et de la BCE, le débat est ouvert sur les nouveaux instruments, les objectifs et le mandat de la politique monétaire. Mais une évolution plus profonde du comportement des banques centrale doit être aussi analysée : leur aversion pour la récession, leur dépendance vis-à-vis de la politique fiscale et leur interaction avec les marchés financiers.



DIDIER BOROWSKI,
Responsable Global Views

PIERRE BLANCHET,
Responsable Investment Intelligence

La question de l'indépendance réelle de la Réserve Fédérale et de la BCE devrait faire partie de leurs revues stratégiques

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

Les banques centrales sont devenues averses à la récession

Au cours des trente dernières années, les banques centrales (BC) ont surtout été réactives aux chocs externes ou à l'accélération et au ralentissement de l'économie. Elles agissaient prudemment dans les phases normales du cycle laissant l'économie s'ajuster naturellement. Cette forme de « neutralité » vis-à-vis cycle a amené les investisseurs à considérer que les BC étaient « *behind the curve* », c'est-à-dire que les marchés s'ajustaient plus vite que la politique monétaire.

L'année 2019 marque un tournant. En effet, les principales BC ont été proactives face au risque de ralentissement économique, et ont agi avant que les chiffres ne confirment qu'une récession se matérialisait. Elles ont éliminé le risque avant qu'il ne se présente. Ce comportement qu'on pourrait qualifier d'aversion pour la récession, est différent de la protection implicite qu'offrent les BC aux investisseurs dans les périodes de danger, le fameux « Fed Put ». La BCE et la Fed ont intentionnellement cherché à éviter la phase négative du cycle économique, ce qui a pris les marchés à contre-pied, entraînant un rebond massif des prix d'actifs.

Pourquoi est-ce si important d'éviter une récession ?

La première explication tient au fait que l'économie mondiale reste fragile plus de dix ans après la crise financière, et qu'un ralentissement trop marqué aurait des conséquences dramatiques. De nombreux pays n'ont en effet pas mis en place toutes les réformes structurelles nécessaires pour améliorer leurs fondamentaux économiques. Certains risquent même une crise de la dette, si les marchés commencent à questionner la soutenabilité de l'endettement publique. Dans un contexte de progression des mouvements populistes, le danger était de ne rien faire. La deuxième raison pourrait être que les BC n'ont plus de marge de manœuvre et sont à cours d'instrument pour estomper les conséquences d'une récession. Il est donc préférable de traiter le patient aux premiers symptômes. Toutes ces raisons indiquent une dépendance des banques centrale au cycle économique.

Fiscalisation de la politique monétaire

On note un autre changement de comportement vis-à-vis du lien entre politique monétaire et politique budgétaire. Dans la version orthodoxe de la théorie macroéconomique, le rôle de la politique monétaire est d'agir rapidement pour compenser les effets d'un choc externe comme une crise sanitaire type Covid-19, ou d'agir en force contra-cyclique dans les phases de ralentissement ou d'accélération marquées. La politique budgétaire prend le relais en essayant de remettre l'économie sur une trajectoire de croissance durable. Les décisions monétaires sont de nature technocratique et rapides, alors que la politique budgétaire nécessite un accord politique sur un horizon plus long. La banque centrale indépendante du gouvernement suit alors un objectif d'inflation qui synthétise les tensions économiques et cherche à éviter les déséquilibres. Nous savons que la réalité est plus complexe, mais c'est néanmoins le cadre intellectuel qui prévaut depuis des décennies. Cependant, on note en Europe en particulier, une volonté de changer

THÉMATIQUE

la nature du lien entre politiques monétaires et budgétaires dans une logique qui va au-delà du *policy mix* habituelle, et le nouveau mantra est la *fiscalisation de la politique monétaire*.

De même qu'il y a une différence importante entre corrélation et causalité, il y a une nette différence entre coordination et conditionnalité. Si plus de coordination entre les politiques monétaires et budgétaires est souhaitable, la conditionnalité de l'une par rapport l'autre pose problème car elle remet en cause de l'indépendance de la banque centrale. De plus, dans des économies où l'endettement public est supérieur à 100 % du PIB, les taux d'intérêt sont en dessous de 1 %, la pression fiscale supérieure à 40 % du PIB, et que la banque centrale achète 60 % des émissions nettes du trésor public… La différence entre *fiscalisation de la politique économique* et *monétisation de la politique fiscale* est surtout sémantique ! Le risque est donc d'une perte de crédibilité de la BC en plus de son indépendance.

Effet de miroir des marchés financiers

Comme jamais dans un passé récent, les décisions des investisseurs et le mouvement des classes d'actifs n'ont été autant liées aux décisions des banques centrales. C'est par ailleurs la mesure de succès de ces mêmes décisions. Mais la réciproque est vraie et les marchés influencent fortement les banques centrales. L'implication quotidienne des BC sur un nombre toujours plus important d'instruments financiers change la nature de leur relation avec les marchés financiers. Dans un reversement de perspective parfois proche de la dialectique du maître et de l'esclave hégélienne, les banques centrales se retrouvent dépendantes des marchés dont elles ont besoin pour réaliser leurs objectifs. Cette réflexivité liée aux politiques monétaires non conventionnelles est un paramètre trop important pour qu'il soit négligé.

Pour être complètes, les revues stratégiques de la BCE et de la Réserve Fédérale doivent donc prendre en compte ces évolutions. En tentant de protéger les investisseurs et les États contre tous les maux, les banques centrales mettent à risque leur crédibilité dans une forme de triple dépendance vis-à-vis du cycle économique, de la politique budgétaire et des marchés financiers

Achevé de rédiger le 26/02/2020

Revues des banques centrales	
Banque centrale européenne	T4 2020
Réserve Fédérale	T2 2020

THÉMATIQUE

Coronavirus et vulnérabilité de l'Italie

Une analyse approfondie de l'impact local aux répercussions nationales

ANNALISA USARDI, *CFA*
Économiste Senior

Nous exploitons les données de l'office italien des statistiques (ISTAT) au niveau régional et provincial pour mettre en perspective l'impact potentiel de l'épidémie sur la croissance économique. En raison de l'incertitude considérable quant à la durée de la crise, un scénario de croissance zéro pour cette année semble d'ores et déjà se dessiner.

Au cours de la semaine dernière, plusieurs cas de coronavirus ont été confirmés dans les régions productives et touristiques clés du nord de l'Italie, suscitant rapidement des inquiétudes quant au risque de récession. **Le temps est un élément clé : dans l'ensemble, les retombées varieront en fonction de la durée tant des mesures d'urgence que de la phase la plus aiguë de la crise. Un retour rapide à la normale pourrait concentrer l'impact au premier trimestre et faciliter un rebond rapide au second trimestre, limitant ainsi l'impact sur l'économie italienne.** En outre, tout développement meilleur que prévu sur le front extérieur pourrait atténuer l'impact négatif sur la demande intérieure. Les risques restent toutefois orientés à la baisse.

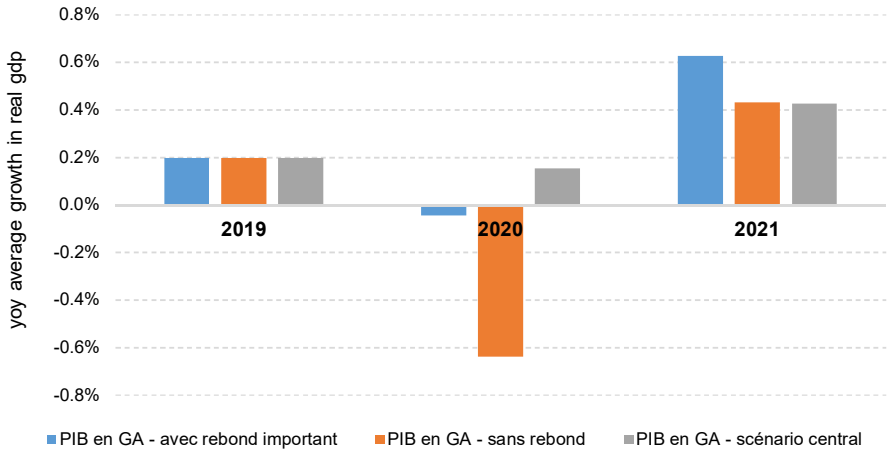
Dans une interview récente, **le gouverneur de la banque d'Italie a déclaré qu'environ 0,2 % du PIB était en jeu.** En supposant que cette évaluation du choc soit correcte et que celui-ci se concentre sur le premier trimestre, le niveau des tensions impliquerait probablement une contraction significative au premier trimestre (-0,6 % en glissement trimestriel), soit une récession technique (après la contraction de -0,3 % au quatrième trimestre de 2019) pour une croissance totale à 0 % en 2020 (en supposant un rebond significatif au deuxième trimestre et un taux de croissance moyen de 0,2 % en glissement trimestriel au deuxième semestre de 2020). En l'absence de rebond en forme de V, la croissance pourrait bien tomber à -0,6 % en 2020.

Loin de prétendre à l'exhaustivité, nous cherchons à mettre en perspective les différents ordres de grandeur en nous concentrant sur deux canaux directs de tensions internes (perte de consommation et perte de production) et en essayant d'identifier d'éventuels scénarios « de référence » en fonction des niveaux de tensions décrits ci-dessus.

Impact généré par les tensions sur le comportement des consommateurs : en supposant un niveau de tension élevé, c'est-à-dire que pendant 4 semaines, trois catégories de consommation (transports, habillement et chaussures, hôtels et restaurants, dont nous supposons qu'elles ont un poids sur la consommation régionale équivalent à celui de la consommation nationale) sont réduites de moitié sur le territoire de trois régions (Lombardie, Vénétie et Émilie-Romagne, qui représentent

Nous analysons deux canaux directs de tensions internes : la consommation et la production

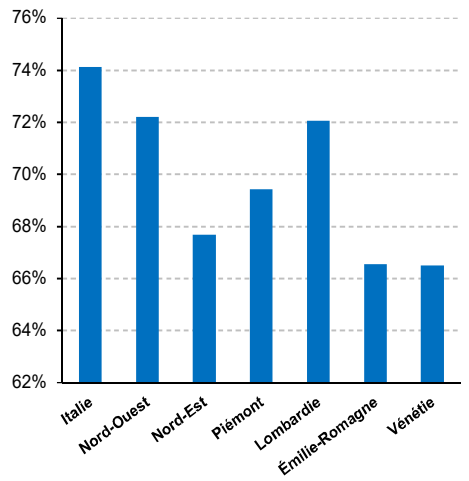
1/ **Projections du PIB réel de l'Italie en 2020-2021 selon trois hypothèses**



Source : Recherche Amundi, Datastream, ISTAT, données au 25/02/2020

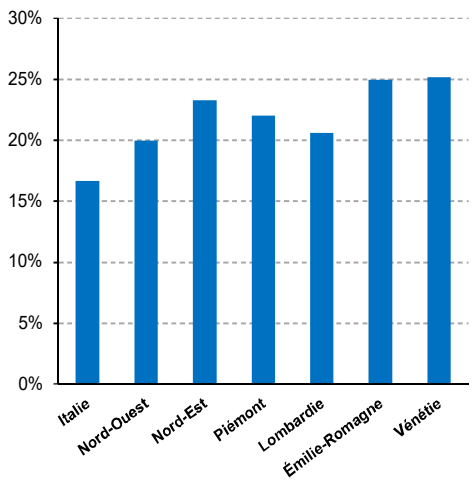
THÉMATIQUE

2/ **Poids des services en % de la valeur ajoutée de la zone de référence**



Source : Recherche Amundi, Datastream, ISTAT, données au 25/02/2020

3/ **Poids de la production manufacturière en % de la valeur ajoutée de la zone de référence**

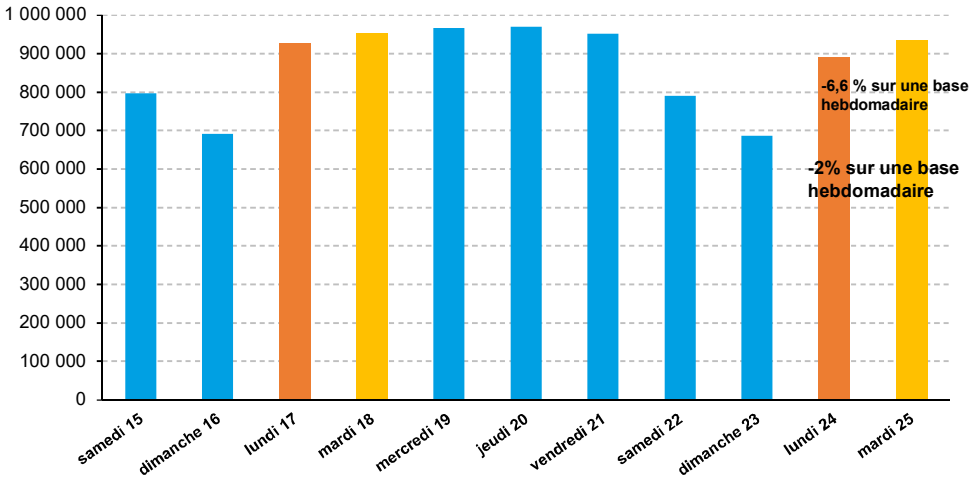


Source : Recherche Amundi, Datastream, ISTAT, données au 25/02/2020

La croissance italienne devrait être au mieux proche de zéro en 2020

37 % des dépenses de consommation finale des familles résidentes et non résidentes et totalisent 32,2 % de la population italienne totale, soit plus de 19,4 millions de personnes), l'impact se situe approximativement entre 4,2 et 4,5 milliards d'euros. De toute évidence, cette combinaison de facteurs est particulièrement sévère, tant en termes d'étendue géographique (échelle régionale plutôt que municipale/locale), de durée (4 semaines) que d'impact (réduction de moitié de la consommation sur une sélection de catégories sans prise en compte de facteurs compensatoires). Si l'on attribue l'intégralité de cet impact au 1er trimestre (mais en prévoyant un redressement au deuxième trimestre), les projections du PIB pour 2020 passent en dessous de -0,1 %. Si l'on réduit la sévérité des critères retenus, notamment en termes de durée (2 semaines) ou d'étendue géographique (sélection de provinces), les effets diminuent de manière significative, ramenant les projections de croissance du PIB à 0 % en 2020, sous réserve d'un redressement au deuxième trimestre. Il est à noter qu'une partie de l'impact estimé pourrait se voir atténué, étant donné que de nouvelles dépenses pourraient compenser en partie les pertes dans les catégories sélectionnées (désinfectants, soins personnels, ventes en ligne par rapport aux ventes au détail), mais une partie de la consommation semble définitivement perdue (restaurants, voyages, etc.), sans effet de rattrapage notable à prendre en compte. En revanche, si l'étendue des zones touchées est limitée, il se peut que certains comportements irrationnels

4/ **Consommation d'énergie en Italie, février, MW quotidiens**



Source : Recherche Amundi, Terna, données au 27/02/2020

THÉMATIQUE

renforcent la perception du risque et affectent gravement la confiance des consommateurs, non seulement dans les régions touchées, mais aussi au niveau national, ce qui amplifierait les effets.

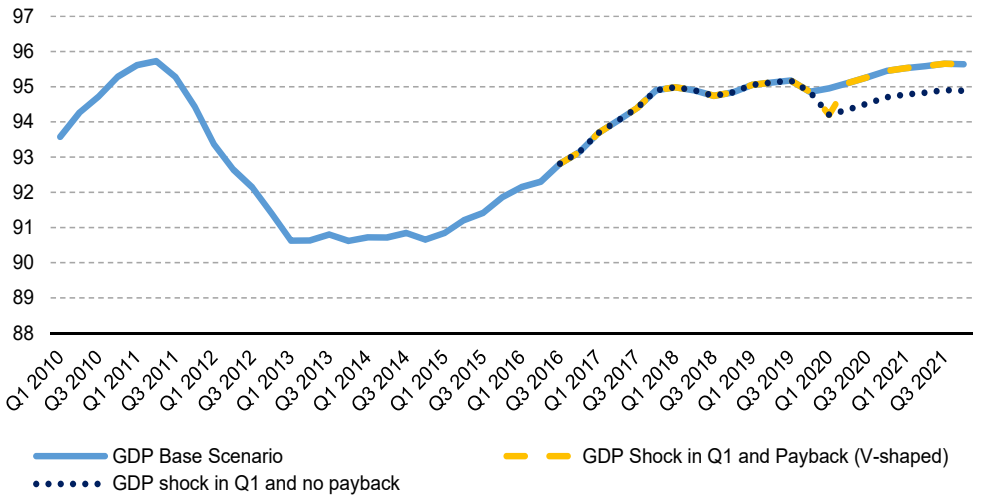
Impact généré par les tensions sur la production : la Lombardie, l'Émilie-Romagne et la Vénétie représentent environ 40 % du PIB italien. À ce stade, l'impact régional implicite est considérable. Ainsi, l'hypothèse d'une chute à 70 % de l'activité de l'industrie manufacturière et du secteur des services durant deux semaines pourrait se traduire par une perte d'environ 7 milliards d'euros et, après un rebond au deuxième trimestre, le PIB ressortirait à -0,3 % en 2020. Dans l'hypothèse où seules quelques provinces sont touchées (Milan, Crémone, Lodi, Padoue, Plaisance par exemple) et que leur capacité de production tombe à 50 %, l'impact serait alors plus proche d'une croissance du PIB de 0 % en 2020, compte tenu, toujours, d'un phénomène de rattrapage au deuxième trimestre. Cependant, pour l'heure, les informations émanant de ces régions et de ces entreprises ne font pas état d'un tel ralentissement de l'activité. De fait, si l'on considère les données relatives à la consommation d'énergie, au niveau national, la consommation d'énergie du lundi 24 février était inférieure de 6,6 % à la moyenne hebdomadaire et celle du mardi 25 de 2 %, ce qui pourrait d'ores et déjà suggérer une tendance à la normalisation de la production.

Les données étant disponibles au niveau régional ou provincial, **nos simulations portent sur des zones nettement plus étendues que celles qui sont effectivement à l'arrêt ou soumises à des restrictions importantes.**

Bien que cet exercice ne soit pas très réaliste, il peut être utile de replacer ces chiffres et ces risques dans leur contexte. En effet, nous anticipions déjà une faible croissance de l'économie italienne à 0,2 % cette année, soutenue par une croissance timide, mais positive de la demande intérieure et du commerce international, mais avec de fortes vulnérabilités aux chocs externes et internes. **Or, l'actualité récente met fortement en péril ce scénario central** tandis que le scénario baissier qui prévoit une croissance du PIB de -0,5 % (ou moins) devient de moins en moins improbable, avec le risque d'une prolongation des tensions internes qui limiterait la portée du rebond attendu au deuxième trimestre, ou le risque d'une nouvelle détérioration de la demande extérieure (voire une combinaison des deux). De fait, les tensions s'exerceront à travers un ensemble de facteurs interdépendants difficiles à estimer a priori et pourraient se concentrer sur certains secteurs. Par exemple, l'impact sur le tourisme, considéré comme important au moins pour le premier semestre, pourrait également s'étendre à la période estivale, or, selon la banque d'Italie, en 2017, la part de l'activité directement imputable au tourisme représentait plus de 5 % du PIB et 6 % de l'emploi.

Achevé de rédiger le 27/02/2020

5/ **Italie: projections du PIB selon 3 scénarios, T1 2008=100**



Source : Recherche Amundi, Datastream, ISTAT, données au 25/02/2020

THÉMATIQUE

Le marché du crédit réévalue le risque

Les marchés en sont venus à remettre en question l'hypothèse d'une stabilisation de la croissance mondiale. Avant la correction, le marché de la dette d'entreprise était porté par la liquidité et la recherche de rendements sans trop s'inquiéter des fondamentaux, un afflux massif de capitaux, un marché primaire très actif et des valorisations élevées. L'actuel mouvement d'aversion au risque du marché pourrait compromettre la croissance mondiale, d'autant plus que nous sommes dans une phase avancée du cycle.

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

En 2019, nous sommes passés de taux d'intérêt bas à des taux d'intérêt ultra-bas pour plus longtemps avec des injections de liquidités des banques centrales.

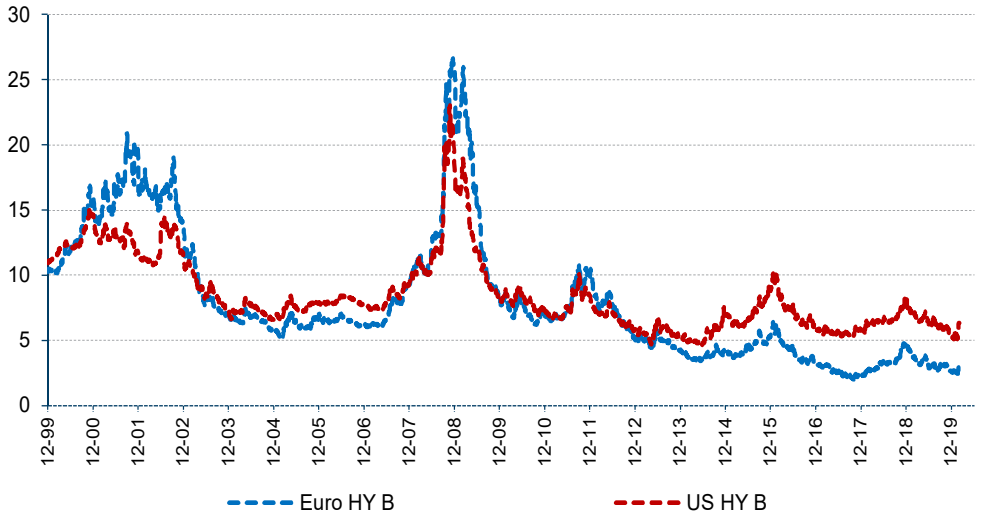
L'économie mondiale est entrée dans une phase de ralentissement synchronisé. La croissance mondiale est tombée à 3 %, son taux le plus bas depuis 2008. La faiblesse de la croissance a été entraînée par une forte détérioration de l'activité manufacturière mondiale qui est tombée à des niveaux jamais vus depuis la crise financière, sous l'effet d'une hausse des tensions commerciales et géopolitiques, du ralentissement de l'économie chinoise et de l'effondrement de l'industrie automobile. La demande intérieure dans les économies développées est restée vigoureuse, soutenue par une forte progression des chiffres de l'emploi et l'expansion du secteur des services.

Les principales banques centrales du monde ont adopté un ton plus accommodant compte tenu de la fragilité de la croissance mondiale et de la faiblesse de l'inflation. À noter que :

- la Réserve fédérale a opéré une brusque volte-face de sa politique monétaire en janvier de l'année dernière. En effet, après avoir prévu trois hausses, la banque centrale a finalement baissé son taux directeur à trois reprises en 2019. Les membres du FOMC considèrent ces baisses comme des « baisses préventives », dans la mesure où l'économie américaine est tirée par de solides dépenses de consommation, mais qu'elle est menacée par la faiblesse de l'économie mondiale, la guerre tarifaire entre les États-Unis et la Chine, et les incertitudes liées au Brexit.
- la Banque centrale européenne a déployé un ensemble complet de mesures, comprenant une réduction de 10 points de base de son taux de dépôt ramené à -0,5 % et la reprise de son programme d'achat d'actifs en novembre. Si la taille de ce programme d'achats est modeste (20 milliards d'euros par mois), il n'a pas de limite de durée, la BCE ayant déclaré qu'il durerait « aussi longtemps que nécessaire ».

Le marché du crédit est devenu « accro » aux liquidités

1/ **Rendement : Dette des entreprises et souverains (en %)**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 28/02/2020

THÉMATIQUE

En définitive, les taux négatifs sont devenus la nouvelle norme, et la politique des banques centrales, et les faibles perspectives de croissance ont entraîné une reprise massive des marchés obligataires. L'encours mondial des obligations à rendement négatif a bondi à plus de 15 000 milliards de dollars. La grande majorité des obligations européennes et japonaises sont assorties de rendements négatifs à l'échéance. La dette à taux négatif sur le marché obligataire en euros est remontée à 55 % en fin janvier, après être tombée à 45 % en fin décembre 2019. La dette italienne d'entreprises BBB et HY représente la quasi-totalité du rendement disponible au-dessus de 1 %.

Le marché du crédit est devenu « accro » aux liquidités

Avant que les inquiétudes liées au coronavirus ne gagnent les marchés, les investisseurs en instruments obligataires étaient en quête de stratégies pour préserver le capital et générer des revenus dans un contexte de taux d'intérêt bas, voire négatifs. Il s'en est suivi :

- **un afflux massif de capitaux sur le marché de la dette d'entreprises.** La multiplication et la persistance des emprunts à rendement négatif ont poussé les investisseurs à prendre plus de risques.
- **une activité intense sur les marchés primaires de la dette des entreprises.** La forte demande a facilement absorbé cette nouvelle offre et les carnets d'ordres étaient souvent impressionnants. Sur le marché de la dette IG en euros, les volumes ont atteint des niveaux records sur dix ans, avec une activité intense pour les émetteurs notés BBB, les échéances longues et les émetteurs domiciliés aux États-Unis.
- **un resserrement dans l'IG et une forte compression du HY.** La demande des investisseurs pour des produits de *spread* a comprimé les *spreads*, réduit la volatilité et aplati les courbes de *spread*. Après la dernière correction, les rendements proposés par les émetteurs américains notés B se maintiennent à 5,5 %, ce qui est proche du plus bas historique de 4,9 % atteint début février.
- **un taux de défaut de paiement sur 12 mois inférieur à la moyenne à long terme, malgré le niveau élevé d'endettement de certains émetteurs, et la faible croissance des bénéfices.** La forte demande des investisseurs a permis aux entreprises de refinancer leur dette à des taux favorables tout en augmentant sa maturité moyenne. Compte tenu de ce climat, les taux de défaillance étaient censés rester faibles, en effet, tant qu'une entreprise peut refinancer sa dette à des taux avantageux, elle ne fait pas défaut. En d'autres termes, les prévisions de taux de défaut sont en retard par rapport aux conditions actuelles du marché !

L'hypothèse d'une stabilisation de la croissance mondiale est aujourd'hui remise en cause par la crise du coronavirus

Notre scénario pour 2020 prévoyait une stabilisation de la croissance mondiale à mesure que les tensions commerciales et les politiques monétaires se relâchaient. Compte tenu des très faibles rendements disponibles sur les principaux marchés obligataires, ce contexte s'avérait favorable pour les marchés du crédit malgré les valorisations élevées. Or, il se pourrait que la crise sanitaire bouleverse l'économie de manière directe (baisse du tourisme, diminution des exportations et perturbation des chaînes d'approvisionnement) et indirecte (resserrement des conditions de financement).

Nous ne doutons pas de la volonté des banques centrales de garder un ton accommodant à l'avenir. Ce contexte sans précédent de « rendements négatifs combinés à des achats de titres par les banques centrales » ne devrait pas évoluer de manière significative dans l'immédiat. À ce stade, il est néanmoins difficile d'évaluer l'ampleur des dommages que le virus causera à l'économie.

Les marchés du crédit réévaluent le risque

Les taux bas ont allongé le cycle du crédit, mais il n'a pas disparu. À ce stade du cycle, un ralentissement économique mondial plus prononcé

THÉMATIQUE

que prévu pourrait avoir un impact significatif sur les marchés du crédit via :

- **Un durcissement des conditions de financement**. Ces derniers jours, les craintes grandissantes concernant la croissance mondiale ont provoqué une augmentation de la volatilité des marchés et une hausse des primes de risque sur les obligations. Le coronavirus a également eu raison de l'euphorie du marché primaire des obligations d'entreprises. Le risque est celui d'une fermeture prolongée du marché. Ce risque est plus marqué pour les émetteurs les moins bien notés. Nous pensons, de manière plus générale, que l'actuel mouvement d'aversion au risque du marché pourrait sérieusement compromettre la croissance mondiale, d'autant plus que nous sommes en phase tardive du cycle.
- **Une pression sur les bénéfices.** Si le coronavirus n'est pas contenu rapidement, cela affectera considérablement les résultats des entreprises. Il convient de noter que la croissance des bénéfices était déjà sous tension avant même le coronavirus. Deux risques doivent être soulignés : (1) L'environnement plus risqué pourrait inciter les agences de notation à dégrader les émetteurs BBB américains très endettés. (2) Malgré les faibles coûts de financement, une croissance léthargique des résultats constitue la plus grande menace pour les entreprises HY les moins bien notées qui doivent payer les intérêts de leur dette. En effet, compte tenu du niveau d'avancement du cycle, nous pensons que la couverture des intérêts est plus étroitement liée aux résultats qu'aux charges d'intérêts, celle-ci risquant de se voir rapidement érodée en cas de détérioration des résultats.

Le choc pourrait s'avérer plus fort à court terme, mais nous conservons un scénario en U avec un effet de rattrapage dans un deuxième temps. Un soutien supplémentaire des banques centrales et des gouvernements pour soutenir la croissance est une hypothèse clé de ce point de vue. Néanmoins, nous devons rester vigilants, les politiques monétaires accommodantes ont considérablement allongé de cycle de crédit, mais il n'a pas disparu. Un marché primaire plus sélectif ou/et un ajustement significatif des primes de risque pourraient pénaliser la croissance, surtout compte tenu de la maturité du cycle.

Amundi ASSET MANAGEMENT | Research & Macro strategy

CROSS ASSET
INVESTMENT STRATEGY

Mars 2020 # 03

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 - MEHAU KULYK/SPL

Directeur de la publication
BLANQUÉ Pascal, *CIO Groupe*

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

Rédacteur en chef adjoint
BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

Conception et support
BERGER Pia, *équipe de Recherche*
PONCET Benoit, *équipe de Recherche*

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*

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