

LE THÈME DU MOIS

D'où peut provenir la prochaine crise financière ? Sommes-nous prêts à l'affronter ?

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

Achévé de rédiger le 22/03/2018

L'essentiel

Alors que le monde n'est pas encore complètement sorti des suites de la crise financière de 2007-2008, la question du risque d'une nouvelle crise se pose déjà. Il s'agit de savoir s'il est possible de passer d'un régime de croissance sans inflation et à taux bas à un régime de plus forte volatilité et d'inflation et de taux d'intérêt plus élevés sans que ne se produise une crise financière ou un choc macro-économique... Là est tout l'enjeu de 2018.

La faiblesse souvent jugée excessive des taux longs, la bulle de crédit en Chine ou la valorisation « excessive » de certains marchés d'actions sont généralement évoqués comme pouvant être des segments à risque, alors qu'une décision de politique monétaire mal perçue ou une remontée soudaine des anticipations d'inflation apparaissent comme les déclencheurs de crise les plus crédibles, via un « repricing » des primes de risque. Ne pas sous-estimer les éléments accélérateurs, assez puissants actuellement, que sont potentiellement la faible liquidité des marchés de taux, la concentration des positions et le mimétisme des investisseurs. Il est bien difficile de miser sur une crise financière majeure, à l'image de celle qui a prévalu en 2000 ou en 2008. Parmi les critères rassurants, mentionnons la bonne santé des banques, une situation macroéconomique favorable, des économies à plus faible sensibilité à l'inflation qu'auparavant, et des banques centrales encore crédibles, prévisibles, bonnes communicantes.

Le scénario qui nous paraît le plus probable pour 2018 n'est pas un scénario de crise, mais plutôt de plus forte nervosité. Le contexte de marché a en effet évolué. Des politiques de taux d'intérêt parvenues à leur terme, la fin de « l'ère des taux bas pour toujours », la fin de la grande période de désinflation, la disparition graduelle des programmes de QE... Tout ceci signifie que le « repricing » des primes de risque se traduira inévitablement par des phases de plus grande volatilité, des remontées de taux courts et longs, des plus larges *spreads* de crédit, et sans aucun doute des chocs réguliers sur les marchés d'actions.

Le monde n'est pas encore complètement sorti des suites de la crise financière de 2007-2008, que déjà se pose la question du risque d'une nouvelle crise. Le thème du changement de régime (de volatilité, de niveau de taux d'intérêt, d'inflation...) a refait surface, et c'est ce qui a entraîné une nette correction des marchés financiers en janvier – février dernier.

Avec le changement brutal de régime, l'ingrédient classique d'une crise financière est l'excès de liquidités qui conduit à une bulle de crédit : le stock et l'évolution de la dette privée (en Chine notamment) et de la dette publique, ainsi que le faible « deleveraging » depuis la crise de 2008 restent des sujets de préoccupation. L'histoire économique nous apprend que les crises financières ont en commun de ne pas avoir été prévues, ou plus exactement, elle nous apprend que les mesures pour les éviter n'ont jamais été prises à temps.

En réalité, les crises ont toutes été précédées de signaux souvent très clairs, mais ceux-ci ont été généralement ignorés ou sous-estimés (par les régulateurs, par les banques centrales, par les acteurs financiers...). Mais qui pensait vraiment dans les années 90 que la bulle technologique n'allait pas finir par éclater ? Qui croyait réellement que le surendettement continu ne créerait pas de forts remous économiques et financiers dans les années 2000 ? Le PDG d'une grande banque américaine déclarait avec cynisme en 2009 (comme une excuse suite aux lourdes pertes financières après la crise), que « tant que la musique joue, tout le monde continue à danser ». Enfin, aujourd'hui, qui croit encore que le régime de faible volatilité, de faible inflation, de taux bas, et de valorisation excessive des actifs peut durer indéfiniment ?

Il existe deux types de chocs :

- Les **chocs de marché** (par exemple, 10 % de baisse), fréquents et généralement salutaires, car ils permettent de « purger » les positions excessives ou de corriger les valorisations excédentaires. Ces corrections ne sont pas alarmantes pour la continuité du régime.
- Les **crises financières**, qui représentent souvent de véritables interrogations sur le régime existant, voire sur le fonctionnement global des marchés financiers et de l'économie (elles sont également perçues comme des crises du capitalisme et de ses excès). La crise financière a généralement lieu après des périodes de valorisations excessives ou, pire encore, de bulles.

La question est de savoir s'il est possible de passer d'un régime de croissance sans inflation et à taux bas à un régime de plus forte volatilité et d'inflation et de taux d'intérêt plus élevés sans que ne se produise une crise financière ou un choc macro-économique... Là est tout l'enjeu de 2018.

D'où proviennent les bulles financières ?

Les facteurs qui peuvent favoriser le développement de bulles/évaluations excessives sont assez bien identifiés :

- **La rationalité** : la faible croissance et la faible inflation sont deux éléments incontestables, objectifs et rationnels qui justifient le faible niveau des taux d'intérêt, et donc la revalorisation des actifs obligataires et des actions (et des actifs risqués en général).
- **L'opportunité** : la faiblesse des rendements des actifs sans risque, la facilité à utiliser l'effet de levier, l'optimisme sur les perspectives économiques, l'incertitude sur la valeur fondamentale ou la valeur d'équilibre des actifs concernés,
- **La confiance** : celle-ci a été fournie par les banques centrales, y compris par les programmes d'achat d'actifs qui poussent et maintiennent les taux inférieurs aux niveaux « d'équilibre », et qui rassurent quant à la vigueur des mesures (présentes et à venir) et à la réactivité des banques centrales.
- **La complaisance** : la mondialisation (flux de capitaux), la réglementation (qui a poussé certains types d'investisseurs vers les obligations) et la recherche d'actifs sûrs (obligations du Trésor américain ou obligations allemandes) ont favorisé la complaisance des marchés financiers, et notamment parce que ces facteurs sont souvent considérés comme quasiment irréversibles.
- **Le mimétisme** : les effets de mimétisme et autres mouvements panurgéens sont souvent à l'origine des envolées de prix... et des chutes de prix. En situation de bulle, les positions sont similaires dans un grand nombre de portefeuilles, et le renversement de ces positions, souvent brutales et simultanées, favorisent les grands mouvements de marché.
- **La différence ou la perception de la différence** : beaucoup d'investisseurs et d'analystes pensent que cette fois-ci, tout est différent. Les taux d'intérêt et l'inflation sont bas pour longtemps, et l'impression que les conditions du marché des taux ne changeront pas radicalement domine dans les esprits. Les politiques monétaires ultra-accommodantes n'ont en outre pas eu d'impact sur les anticipations inflationnistes et les anticipations de croissance potentielle, et ceci est venu renforcer la thèse d'une « stagnation séculaire ».

Tout changement majeur dans un de ces facteurs serait bien évidemment un élément déclencheur d'éclatement de bulle.

Quels sont les marchés à risque ?

À tort ou à raison, trois segments de marché sont généralement présentés comme étant des segments à valorisation excessive ou sous régime de bulle.

- **Le premier segment de marché à risque est sans conteste le marché obligataire**. Il n'y a pas d'inflation des prix de biens, mais inflation des actifs. Au total, les taux d'intérêt sont « trop bas » à cause des politiques monétaires ultra expansionnistes et des QE, de l'excès de liquidités des banques centrales et de la plus faible liquidité de marché. En situation de bulle, les prix sont éloignés de leur valeur d'équilibre, et c'est là tout le problème.
- **Le deuxième segment de marché à risque est le marché du crédit en Chine (graphique 2)**. L'économie chinoise a conservé une forte croissance suite à la crise financière de 2008, et le pouvoir chinois fait tout son possible pour maintenir un taux de croissance supérieur à 6 %. Mais cela a eu pour effet un gonflement de la dette intérieure, cumul de la dette publique et des dettes des entreprises et des ménages. Une remontée des taux à l'échelle mondiale serait de ce fait fortement préjudiciable à l'économie chinoise. Le risque est grand d'assister à un difficile dégonflement de la bulle chinoise : il pourrait être mal contrôlé par le pouvoir central. Sa mauvaise gestion de la bulle de spéculation

boursière, qu'il a provoquée puis enrayée en 2015, ou sa gestion du yuan en 2015 et début 2016 ne sont pas forcément de bon augure.

- **Le troisième segment à risque est le marché boursier américain**, qui est considéré par de nombreux investisseurs – parfois avec de mauvais arguments – comme étant fortement surévalué... mais dont la croissance est en réalité justifiée par la vigueur de l'activité économique (supérieure à la croissance potentielle), le manque de l'inflation, le retour des bénéfices, les mesures fiscales, mais aussi la politique monétaire toujours accommodante.

Crise financière : facteurs déclencheurs vs. facteurs accélérateurs

Dans des marchés subitement baissiers et/ou affectés par les ventes de feu, il ne faut pas confondre les **facteurs déclencheurs de crise** (changement de politique monétaire, choc géopolitique...) et les **facteurs accélérateurs de crise** tels que le mimétisme (renversements de positions de portefeuille lorsque ceux-ci sont globalement tous positionnés dans le même sens), la concentration ou la faible liquidité...

Quels pourraient être les éléments déclencheurs d'une crise ?

Plusieurs facteurs sont susceptibles de jouer ce rôle.

(1.) Un « repricing » des primes de risque : une « réévaluation » des primes de risque entraînerait des phases de volatilité plus élevée, des taux d'intérêt à court et à long terme plus élevés, des *spreads* de crédit plus larges et sans doute des baisses de marchés boursiers, sauf si le cycle de croissance et les perspectives de profit progressent de nouveau.

(2.) Un choc inflationniste : les taux d'inflation sont partout – ou presque – inférieurs à la cible de la banque centrale considérée. Hormis un choc pétrolier ou une volonté politique conduisant à une politique salariale radicalement différente, il est difficile de croire que l'inflation va soudainement et fortement progresser. Le fonctionnement actuel des marchés du travail va plutôt dans le sens opposé. Mais nous ne sommes pas à l'abri de publications de mauvais indicateurs d'inflation ou plus simplement d'une remontée des anticipations d'inflation.

(3.) Un choc de politiques monétaires : la politique monétaire est souvent l'élément déclencheur des crises financières. Rappelons qu'en février 1994, c'est un événement de politique monétaire qui avait déclenché le krach obligataire. Dans le milieu des années 90, c'est le laxisme monétaire de la Fed qui avait créé une bulle, puis son éclatement en 2000. Cette crise avait même engendré une récession globale : désendettement massif des entreprises, perte de confiance, chute des marchés boursiers et effets de richesse négatifs... De 2002 à 2007, c'est encore une fois la faiblesse des taux qui, conjuguée à des primes de risque anormalement basses, avait provoqué le gonflement de la bulle immobilière, avec également le développement d'une titrisation parfois douteuse. Cela avait débouché sur la grande crise financière de 2007/2008 (crise des subprimes, faillite de Lehmann Brothers...). En 2013, c'est l'annonce de la fin du programme QE américain (et son arrêt en 2014) qui avait entraîné la forte baisse des marchés émergents et le fort repli de la croissance de l'économie de ces pays. Le risque est moindre aujourd'hui car les banques centrales préparent le terrain et ne prennent jamais les marchés par surprise.

(4.) Une déception sur le couple croissance – inflation... les marchés financiers ne surestiment-ils pas aussi bien l'inflation que la croissance ? La reprise économique actuelle (croissance au-dessus du potentiel, politiques monétaires accommodantes, faible inflation, taux bas, faible volatilité, « grande modération ») ne deviendra pas une « nouvelle norme » et un retour de la croissance à son potentiel est hautement probable, ce qui réduira également les risques inflationnistes.

(5.) Le démantèlement des régulations financières entraînerait sans aucun doute des prises de risque excessives, et une complaisance encore plus forte que celle qui prévaut actuellement.

(6.) Un choc politique ou géopolitique : les zones de tension ne manquent pas (Corée, Turquie, Arabie Saoudite – Iran, Brexit, montée des populismes...) et un choc non anticipé et/ou de grande ampleur serait susceptible de créer précisément ce qui est redouté, à savoir un *repricing* des primes de risque. Ajoutons qu'une hausse du prix du pétrole, issue de tensions au Moyen-Orient, serait sans doute un élément déclencheur de remontée des anticipations d'inflation plus crédible qu'une hausse des salaires.

(7.) Un accroissement des tentations protectionnistes et du repli sur soi serait sans aucun doute désastreux pour bon nombre de pays « émergents », en particulier si cela entraîne une guerre des monnaies et un recul de la globalisation. Cela aggraverait encore tout ralentissement économique et créerait un cercle vicieux débouchant sur une nouvelle crise, une crise financière, économique et politique.

À de rares exceptions près, la contagion est inévitable

L'ampleur de la contagion est principalement liée à la mondialisation économique et financière, mais aussi à la nature de la crise. S'il s'agit d'un pays ou d'une zone précise, et si les non-résidents ont peu investi dans ce pays ou cette zone, alors la contagion reste faible. Une réévaluation « simple » des primes de risque, entraînant une hausse modérée des taux d'intérêt, serait moins dommageable pour les sphères réelles, puisque les taux d'intérêt resteraient objectivement bas à la fin. Mais la question de l'impact de la sphère financière sur la sphère réelle doit toujours être posée.

Crises financières : origines et effets de contagion		
Événement	Origine de la crise	Propagation
Crise boursière de 1929	Marché boursier américain	Sphères économiques et financières du monde développé
Crise des pays en voie de développement des années 1980	Crise de la dette souveraine mexicaine	Propagation à l'ensemble des pays d'Amérique latine
Krach boursier de 1987	Marché boursier américain	Marchés boursiers européens et japonais essentiellement
Crise bancaire japonaise de 1990	Sphère immobilière	Sphères économiques et financières japonaises
Krach obligataire de 1994	Marché obligataire américain	Marchés obligataires mondiaux
Crise de change du Mexique de 1994	Marché des changes	Propagation à l'ensemble des pays d'Amérique latine (effet Tequila), Argentine et Brésil en tête
Crise de change en Thaïlande de 1997	Marché des changes	Propagation à l'ensemble des pays émergents et en transition (Asie, Amérique Latine, Europe), toutes sphères économiques et financières
Krach d'avril 2000	Marché boursier américain	Propagation à l'ensemble des marchés boursiers et sphères réelles des pays développés
Grande crise financière de 2008	Marché immobilier américain (<i>subprimes</i>)	Propagation à l'ensemble des marchés financiers et sphères réelles des pays développés et émergents

Sommes-nous prêts à affronter une crise financière ?

On peut évaluer le degré de préparation à une crise financière au regard de plusieurs critères.

(1.) La vulnérabilité des pays : ce que l'on peut dire, c'est que les pays émergents sont beaucoup moins vulnérables actuellement qu'ils ne l'étaient au moment de la grande crise financière ou au moment de l'interruption du QE de la Fed : une croissance plus solide, des facteurs domestiques de croissance plus affirmés, des balances courantes et soldes budgétaires plus flatteurs, des réserves de change plus importantes, des taux d'inflation en deçà des cibles d'inflation (hormis quelques pays comme la Malaisie et la Turquie...)

(2.) L'existence – ou non – de marges de manœuvre budgétaire et fiscale : certains pays ont pu – su – reconstituer des marges de manœuvre, comme l'Allemagne, par exemple... mais cela reste des cas isolés. Pour le reste de la zone euro ou pour les États-Unis notamment, cela est beaucoup moins sûr. Au niveau mondial également, la dette progresse plus vite que le PIB. La dette était jugée excessive en 2008 : que doit-on dire aujourd'hui ? Comment réagiraient les marchés financiers à une hausse des taux d'intérêt ?

(3.) L'existence – ou non – de marges de manœuvre pour les politiques monétaires : les banques centrales des grands pays avancés sont très en retard sur le cycle (graphique 1), la Banque du Japon plus que la BCE, et la BCE bien plus que la Fed. Dans un environnement de taux bas, il restera le recours éventuel à de nouveaux programmes de QE, très utiles en phase de crise financière ou quand se profilent des menaces sur l'activité économique.

(4.) Le positionnement des marchés financiers : plus les positions sont consensuelles et/ou la liquidité est faible, et plus les risques d'effondrement sont forts. Il convient de rappeler que **lorsque la liquidité diminue, les prix deviennent beaucoup moins puissants en termes d'information**, car ils s'éloignent de leurs fondamentaux. **Les risques de contagion et de volatilité ont également tendance à s'amplifier, tandis que des marchés moins liquides ont une capacité d'absorption des chocs moindre. Une plus faible liquidité signifie enfin une capacité de manipulation plus grande.** Au total, nous pouvons voir la question de la liquidité et du positionnement sur le marché dans le contexte actuel.

(5.) L'état de la conjoncture : la conjoncture est solide, et c'est indéniablement un atout dans les circonstances actuelles. L'ensemble des moteurs de croissance sont actifs: la consommation, l'investissement, le commerce mondial et les politiques budgétaires, fiscales et monétaires sont plutôt accommodants. Dans la zone euro, au Japon, aux États-Unis ou en Chine, la croissance est supérieure au potentiel.

(6.) La contrainte de la dette : il est désormais évident que le niveau de la dette conditionne les politiques économiques. Si le service de la dette a peu évolué depuis 2005 (il a même pu baisser dans certains pays), la dette nominale n'a cessé de progresser: elle a en fait globalement doublé en un peu plus de 10 ans. Autrement dit, une remontée des taux d'intérêt générerait de nouvelles questions sur la solvabilité des États/entreprises à fort niveau de levier. Sur ce point, l'économie mondiale n'est sans doute pas préparée à faire face à une crise financière (graphique 3).

Trois scénarios en présence

Scénario # 1: 2018, nouvelle année de « grande modération », avec faible volatilité, stabilité de la croissance et de l'inflation, faible inflation et taux bas (probabilité: 10 %)

2018 ne ressemblera sans doute pas à 2017, car la situation économique évolue fortement. Les *output gaps* seront comblés au cours des mois à venir, les taux de chômage reviennent vers leur niveau structurel... tout ceci revient à dire que la croissance ne va pas accélérer, bien au contraire, et que les risques inflationnistes – même modérés – se précisent. Une situation qui devrait permettre aux banques centrales, Fed en tête, de poursuivre la reconstitution de marges de manœuvre. L'environnement de grande modération (stabilité des grands agrégats économiques comme la croissance et l'inflation), mais aussi l'environnement de faible volatilité et de faibles taux d'intérêt s'efface peu à peu.

Scénario # 2: 2018, une année de plus forte volatilité, avec mouvements d'humeur des marchés financiers (probabilité: 75 %)

Il est bien difficile de miser sur une crise financière majeure, à l'image de celle qui a prévalu en 2000 ou en 2008. Parmi les critères rassurants :

- La bonne santé des banques, bien capitalisées, à effet de levier réduit, et revenus plus stables. Les banques accordent désormais un plus grand poids aux activités *retail*, comme à la suite de la crise des marchés émergents de la fin des années 90 ;
- Une situation macroéconomique favorable ;
- Des économies ayant une sensibilité à l'inflation plus faible qu'auparavant ;
- Un taux d'intérêt neutre plus bas qu'avant, ce qui signifie que combler l'écart avec ce taux est plus rapide ;
- Des banques centrales encore crédibles, prévisibles, bonnes communicantes.

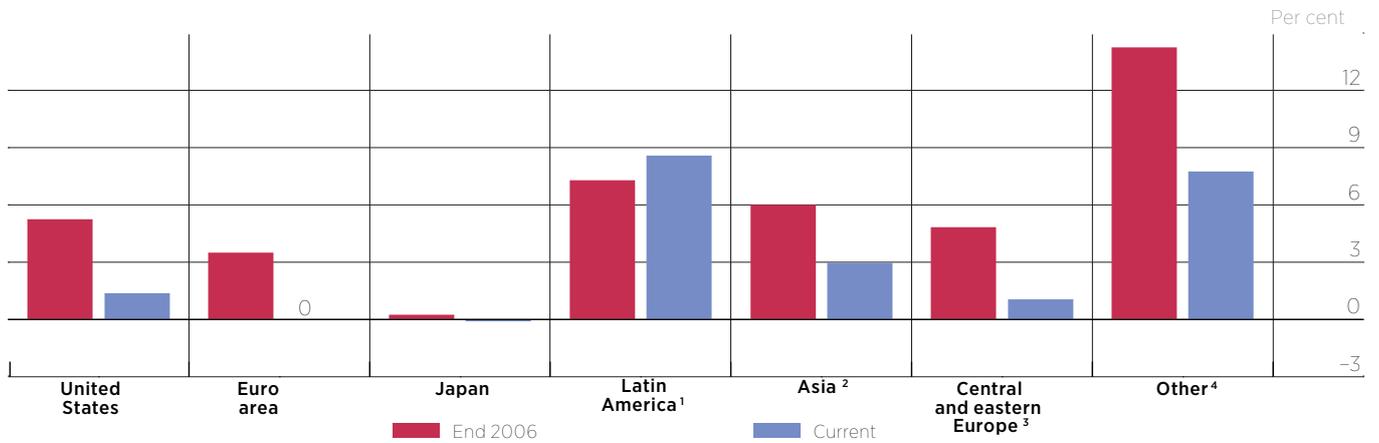
Le contexte de marché a néanmoins changé: i) les politiques monétaires conventionnelles (politiques de taux d'intérêt) sont parvenues à leur terme... et « l'ère des taux bas pour toujours » est révolue ; ii) la grande période de désinflation est terminée ; iii) les programmes de politiques monétaires non conventionnelles (QE) disparaissent peu à peu. Tout ceci signifie que le « repricing » des primes de risque se traduira inévitablement par des phases de plus grande volatilité, des remontées de taux courts et longs, des plus larges *spreads* de crédit, et sans aucun doute des chocs réguliers sur les marchés d'actions.

Scénario #3: 2018, année de crise majeure (probabilité: 15 %)

Rien n'est impossible et la survenance d'une crise financière importante ne peut être totalement exclue. Ce n'est pas notre scénario central, cependant. Il convient de noter que la faible liquidité et le positionnement similaire de nombreux portefeuilles constituent un risque supplémentaire pour les marchés financiers en cas de crise/choc. Nous savons que les banques centrales ont des marges de manœuvre faibles, tandis que la dette publique et les déficits publics vont limiter les capacités contra-cycliques des politiques économiques. De toute évidence, les politiques monétaires dans la plupart des pays avancés ne sont pas en mesure de soutenir les économies et les marchés financiers en cas de crise... sauf à rouvrir de nouveaux programmes d'assouplissement quantitatif.

Annexe

1/ Politiques monétaires : taux directeurs en 2006 et en 2016



1. Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Peru.

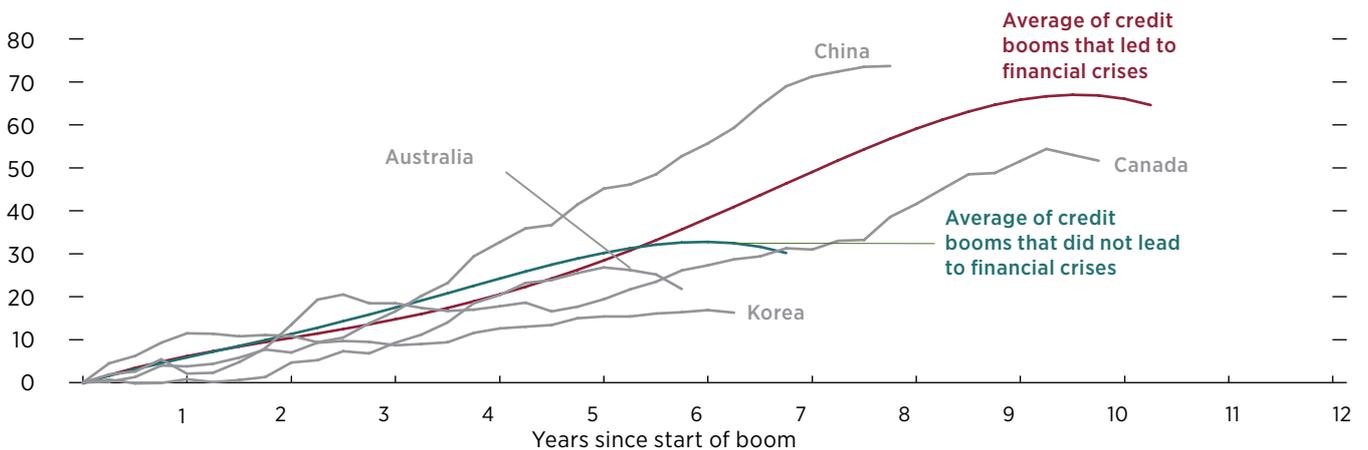
2. China, Hong Kong, SAR, India, Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Singapore and Thailand.

3. Czech Republic, Hungary and Poland.

4. Russia and Turkey

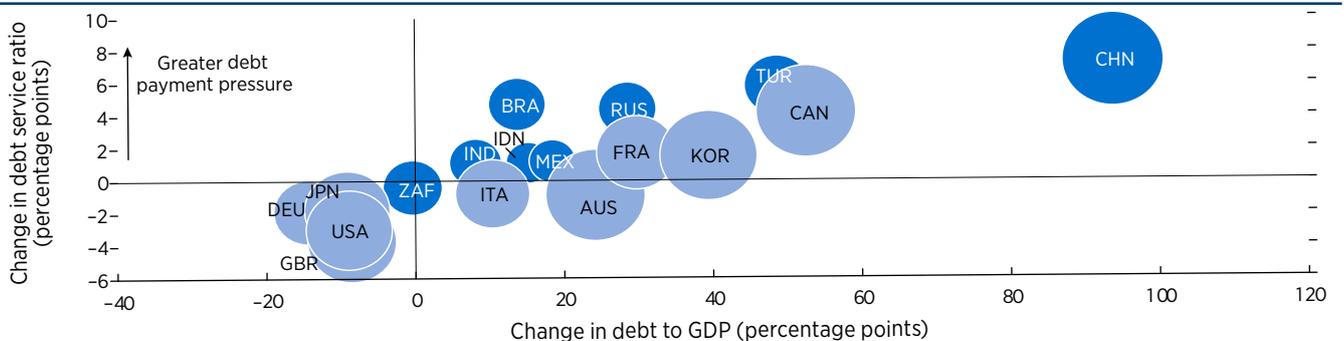
Sources: Datastream; national data; BIS calculations.

2/ Variation du ratio crédit/PIB (points de pourcentage)



Sources: Bank for International Settlements; Bloomberg Finance L.P.; national statistical offices; Organisation for Economic Co-operation and Development; and IMF staff calculations.

3/ Évolution des ratios de la dette privée et du service de la dette du secteur non financier, 2006 - 2016



Sources: Bank for International Settlements; Bloomberg Finance L.P.; national statistical offices; Organisation for Economic Co-operation and Development; and IMF staff calculations.

Note: Debt service ratios are defined as annualized interest payments plus amortizations as a percentage of income, as calculated by the Bank for International Settlements. In panel 1, the size of the circles is proportional to debt to GDP in 2016. In panel 2, income is gross disposable income plus interest payments (plus dividends paid for firms). Panel 3 shows Group of Twenty economies with higher demeaned nonfinancial private sector debt service ratios and debt levels against past booms. Past booms are for a sample of 43 advanced and emerging market economies where the credit-to-GDP gap rose above 10 percent. The start and end dates of the booms are defined as periods when the credit gap was above 6 percent. Financial crisis dates were taken from Laeven and Valencia 2012. Data labels in the figure use International Organization for Standardization (ISO) country codes.

Publications récentes

WORKING PAPERS



The covariance matrix between real assets

Marielle DE JONG — Quantitative Research — Amundi

Analysing the Exposure of Low-volatility Equity Strategies to Interest Rates

Lauren STAGNOL — Quantitative Research — Amundi, Bruno TAILLARDAT Smart Beta & Factor Investing — Amundi

Understanding the Momentum Risk Premium

Paul JUSSELIN, Edmond LEZMI, Hassan MALONGO, Côme MASSELIN, Thierry RONCALLI — Quantitative Research — Amundi, TUNG-LAM DAO — Independent Researcher, Paris

Factor Investing:

The Rocky Road from Long-Only to Long-Short

Marie BRIÈRE — Head of Investor Research Center — Amundi, Ariane SZAFARZ — Université Libre de Bruxelles

DISCUSSION PAPERS



Comment définir les objectifs de votre allocation d'actifs ?

CONSEIL EN ALLOCATION D'ACTIFS

POUR INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS, AMUNDI

Optimisation fiscale agressive :

Quelle approche ESG ?

Jean-Baptiste MOREL — Analyse ESG

Engagement actionnarial :

pourquoi les investisseurs doivent-ils s'en préoccuper ?

Filip BEKJAROVSKI — TSE PhD student Recherche Amundi, Marie BRIÈRE — Recherche Amundi

Keep Up The Momentum

Thierry Roncalli — Recherche Quantitative

Mégatendances et disruptions — Quelles conséquences pour la gestion d'actifs ?

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche

Actifs réels : quel apport dans une allocation d'actifs, notamment en période de crise ?

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche

THEMATIC PAPERS



L'amélioration des fondamentaux des obligations périphériques accélère

Bastien DRUT — Stratégie Taux et Change

Brexit : comment le futur accord commercial va refaçonner le paysage des actifs financiers britanniques

Didier BOROWSKI; Andrea BRASILI; Tristan PERRIER — Recherche macroéconomique; Monica DEFEND — Stratégie; Bastien DRUT; Roberta FORTES; Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change; Lorenzo PORTELLI — Stratégie Multi-Asset; Éric MIJOT; Ibra WANE — Stratégie Actions

Crédit américain contexte macroéconomique porteur, facteurs techniques à surveiller

Valentine AINOUS — Stratégie Crédit

Italie : la croissance est de retour

ANDREA BRASILI — Recherche macroéconomique

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield****Directeur de la publication : BLANQUÉ Pascal****Rédacteur en chef : ITHURBIDE Philippe**

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.msicbarra.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.

Société anonyme au capital de 1086262605 € — 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: iStock by Getty Images — baona

Rédacteur en chef**ITHURBIDE Philippe**, Directeur de la Recherche**Rédacteurs en chef adjoints****BOROWSKI Didier**, Responsable de la Recherche Macroéconomique**DEFEND Monica**, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche**Conception et support****BERGER Pia**, Recherche, Stratégie et Analyse**PONCET Benoit**, Recherche, Stratégie et Analyse