

## Stratégie et recherche économique

## Regards sur les marchés

### LES THEMES DE LA SEMAINE

#### Royaume-Uni : un plan budgétaire très ambitieux

Le budget d'«urgence» annoncé le 22 juin est en ligne avec les promesses électorales du parti Conservateur. Il prévoit de ramener le déficit public de 11,3% du PIB pour l'année fiscale 2009 à 1,2% en 2015. Ce resserrement budgétaire devrait peser sur la croissance en 2011 et repousser la première hausse de taux directeur au 2<sup>ème</sup> trimestre de cette même année au plus tôt. Si ces coupes drastiques annoncées sont de nature à satisfaire les agences de notation, la capacité de la coalition au pouvoir à les mettre effectivement en œuvre reste une inconnue.

Page 2

#### Marchés actions : à la croisée des chemins

Les marchés actions sont confrontés depuis le mois de mai à une première vraie alerte depuis le début du cycle boursier qui a commencé en mars 2003. Au-delà du court terme, nous observons que les marchés développés sont aux prises avec des questions structurelles à résoudre (endettement, régulation, gouvernance) alors que les marchés émergents font face à un ralentissement uniquement cyclique. Un fort rebond des marchés développés nous inciterait donc à recommander une prise de profits alors qu'un fort recul des marchés émergents constituerait une opportunité d'investissement.

Page 3

#### Le Ghana sur le devant de la scène

Le beau parcours du Ghana pendant la Coupe du monde 2010 a récemment captivé les amateurs de football. Cela étant, de nombreux investisseurs sur les marchés émergents ont davantage parié sur le Ghana durant l'année écoulée, notamment parce qu'on estime que la production tant attendue de pétrole à partir du champ Jubilee démarrera d'ici à fin 2010. Les initiatives du nouveau gouvernement pour stabiliser l'économie ont aussi motivé les investisseurs. L'engagement du gouvernement à gérer prudemment les futures recettes pétrolières constitue un signe particulièrement encourageant selon nous. La production de pétrole devrait contribuer à réduire les déséquilibres intérieurs à l'avenir.

Page 4

#### Les faits marquants de la semaine

##### Marchés

Les tensions ne se dissipent pas

##### États-Unis

Confiance en baisse et créations d'emplois privés

##### Europe

Les indices PMI sont stables en juin

##### Asie

Bons résultats de l'enquête trimestrielle Tankan au Japon

Page 5

#### A suivre cette semaine

Page 6

#### Indicateurs de marchés

Page 7

## Royaume-Uni : un plan budgétaire très ambitieux

Le budget d'«urgence» annoncé le 22 juin est en ligne avec les promesses électorales du parti Conservateur. Il prévoit de ramener le déficit public de 11,3% du PIB pour l'année fiscale 2009 à 1,2% en 2015. Ce resserrement budgétaire devrait peser sur la croissance en 2011 et repousser la première hausse de taux directeur au 2<sup>ème</sup> trimestre de cette même année au plus tôt. Si ces coupes drastiques annoncées sont de nature à satisfaire les agences de notation, la capacité de la coalition au pouvoir à les mettre effectivement en œuvre reste une inconnue.

### > Un plan pour satisfaire les agences de notation...

Les économies budgétaires annoncées reposent à la fois sur des hausses d'impôts et des baisses de dépenses (pour plus des trois quarts). Du côté des recettes, le gouvernement a annoncé une hausse de 2,5 points du taux de TVA, qui sera ainsi porté à 20% en janvier 2011. Les impôts sur les revenus du capital seront augmentés pour les hauts revenus et une taxe bancaire sera créée. Dans le même temps, d'autres recettes fiscales vont baisser. En particulier, le principal taux d'imposition sur les profits des entreprises baissera d'un point par an pendant 4 ans à partir d'avril prochain (de 28 à 24%), celui des petites entreprises passant de 21 à 20%. Enfin, l'abattement fiscal pour les 23 millions de contribuables de la tranche d'imposition inférieure sera augmenté.

Une baisse très significative des dépenses de fonctionnement et d'investissement devrait ramener le ratio de dépenses publiques sur PIB recule de 48 à 40% d'ici 2015. Le gel des salaires des fonctionnaires pendant 2 ans (mais une hausse pour les plus bas revenus) a été annoncé et diverses allocations familiales vont être réduites. Par rapport aux mesures annoncées par le gouvernement travailliste en mars, ce plan représente un durcissement de 2,8% du PIB d'ici 2015. La dette publique atteindrait son pic à 85,5% du PIB en 2012 avant de baisser à 80,4% en 2015. On le voit, ce programme est très ambitieux.

% du PIB	2009	2012	2015
<b>Déficit public</b>	11,3	5,6	1,2
<b>Déficit structurel</b>	8,7	3,4	0,3
<b>Dette publique</b>	55,8	85,5	80,4

Source : rapport budgétaire (juin); années fiscales (à partir de mars)

Toutefois, sa faisabilité reste incertaine. En effet, il faudra attendre le 20 octobre pour connaître la répartition par ministère des sacrifices à réaliser. Le gouvernement s'étant engagé à maintenir les dépenses de santé et d'aide au développement inchangées, ainsi qu'à limiter la réduction des dépenses liées à l'éducation et à la défense à 10%, les coupes devront être de 33% en termes réels dans les autres ministères ! Si les agences de notation Moody's et Fitch ont salué ce plan, cette dernière a

ainsi précisé qu'il serait difficile de juger de la crédibilité de ces coupes avant d'en connaître le détail.

### > ...mais qui confirme une croissance faible en 2011

Ce plan aura un impact négatif à court terme sur la croissance et l'inflation. Du côté des prix, la hausse du taux de TVA augmentera mécaniquement l'inflation à partir de janvier 2011. Sous l'hypothèse que la totalité de cette hausse soit transmise sur les prix de vente par les entreprises (marges inchangées), l'inflation devrait rester largement supérieure à la cible de la Banque d'Angleterre de 2% durant toute l'année 2011 (autour de 3%). Si elle estime que cela aurait un effet significatif sur les anticipations d'inflation, elle est susceptible d'avancer sa première hausse de taux. D'autant plus que des divergences de vues existent au sein du comité de politique monétaire au sujet des risques inflationnistes, les dernières minutes faisant état d'un vote en faveur d'une hausse de taux.

Mais ce scénario nous semble peu probable et la première hausse de taux ne devrait pas intervenir avant le 2<sup>ème</sup> trimestre 2011. En effet, une croissance plus faible qu'anticipé (entre 1,5 et 2% en 2011) plaide au contraire pour une politique monétaire durablement accommodante. A court terme, la baisse des dépenses publiques pèsera sur la croissance et la hausse du taux de TVA aura un impact négatif sur la consommation des ménages en 2011. La Banque d'Angleterre sera d'autant plus prudente que les effets multiplicateurs sur l'activité d'un tel plan sont difficilement mesurables, si bien que le risque de rechute en récession à court terme n'est pas totalement à exclure. Au-delà de 2012, de telles mesures devraient exercer un effet positif sur l'activité, notamment parce que la baisse des taux d'intérêt liée à la réduction de l'endettement public va favoriser une hausse de l'investissement. Dans ce contexte, nous tablons toujours sur une croissance modérée et proche de son potentiel (2,5%) au cours des années à venir.

Dans ce contexte de reprise modérée de l'activité et de regain de confiance dans la capacité du Royaume-Uni à stabiliser sa dette publique à moyen terme, la tendance à l'appréciation du Sterling observée en juin devrait se poursuivre au cours des prochains mois, d'autant plus qu'il reste très inférieur à sa valeur d'équilibre face à l'euro et au dollar (d'environ 15%). Par ailleurs, compte tenu des pressions inflationnistes plus fortes au Royaume-Uni qu'en zone euro, la Banque d'Angleterre devrait devancer la BCE dans la normalisation de sa politique monétaire. Cependant, la cohésion de la coalition au pouvoir et sa capacité à mettre en œuvre ces coupes budgétaires drastiques annoncées seront regardées avec attention dans les prochains mois.

*Julien Marcilly*

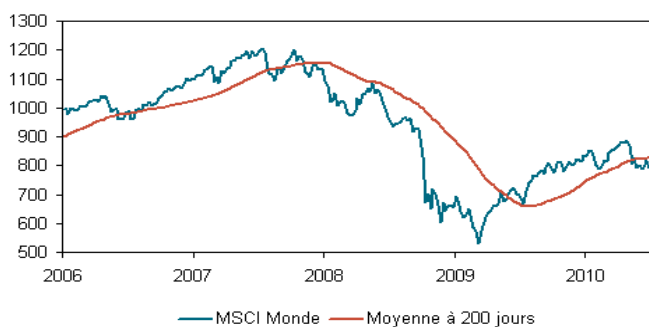
## Marchés actions : à la croisée des chemins

### > Faut-il acheter ou vendre ?

L'indice mondial des actions a rebondi de 80% en devise locale depuis son plus bas cyclique du mois de mars 2009 jusqu'à fin avril 2010 avant d'entamer une correction de l'ordre de 17%. Après 14 mois de hausse, les actions sont donc sujettes à leur première correction majeure de ce cycle, ce qui soulève évidemment des interrogations. La hausse cyclique des marchés action touche-t-elle à sa fin ? Faut-il acheter ou vendre ?

Cette interrogation est d'autant plus forte qu'historiquement les grands marchés baissiers prennent justement forme après une hausse cyclique de plus de 50% en 14 mois.

MSCI Monde (en devises locales)



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Observons la phase de hausse puis la correction avant de conclure : le rebond depuis mars 2009 a été violent et généralisé sur le constat que les autorités monétaires et gouvernementales avaient à nouveau les choses en main, quitte à accroître fortement la dette publique. Il correspond aussi à une amélioration cyclique tant au niveau des grands agrégats économiques qu'au niveau des résultats des entreprises, qui ne cessent de surprendre positivement, partout dans le monde.

La correction des marchés depuis le mois de mai 2010 a trois raisons :

- La crise des emprunts souverains est la plus visible, surtout en Europe. Elle s'est cristallisée sur la Grèce, pays le plus fragile de la zone euro, elle-même fragilisée par sa gouvernance. Ne nous y trompons pas, cette problématique du transfert de la dette privée vers la dette publique est pour autant commune à la plupart des pays développés.
- La seconde cause de la correction nous vient de Chine. La Chine est devenue le second marché directeur au monde avec les Etats-Unis. Or l'économie chinoise ralentit. Comme dans toute phase de ralentissement, la question se pose sur les marchés de la maîtrise de ce ralentissement par les autorités.
- Enfin, la troisième interrogation des investisseurs concerne les Etats-Unis. L'arrivée à échéance des mesures fiscales et la vigueur récente du dollar vont-ils faire rechuter la croissance de la première économie mondiale ?

### > Une réponse différente selon les marchés

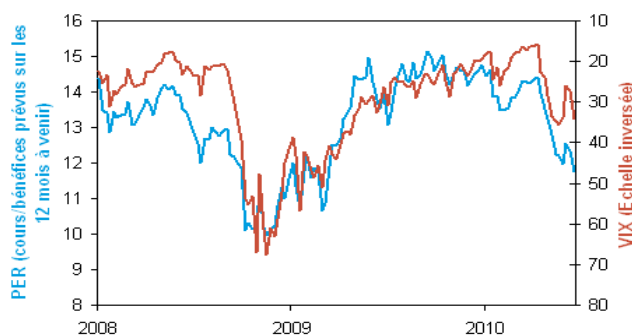
Si la première phase de hausse des marchés a été généralisée, le cycle est aujourd'hui, selon nous, entré dans une phase de différenciation.

Les interrogations des marchés poussent les autorités à agir et les réponses sont différentes. L'Europe, Royaume-Uni inclus, répond par des mesures d'austérité, nécessaires pour conserver une note de crédit et donc une rémunération acceptable de la dette. Les Etats-Unis qui possèdent encore à travers le dollar la monnaie de référence et de refuge mondiale peuvent se permettre de mener une politique budgétaire accommodante plus longtemps. La Chine va procéder à une réévaluation progressive de sa devise. Toutes ces mesures sont cohérentes mais différentes. Il y aura donc des gagnants et des perdants.

Pour l'instant, la baisse de l'euro profite par exemple au marché allemand par rapport aux pays du sud de l'Europe et cela devrait se poursuivre.

Globalement, les marchés actions ne sont pas chers. Le rapport cours sur bénéfices est en deçà de la norme quand on le rapporte au régime d'inflation actuel, quelque soient les marchés, développés ou émergents. A ce jeu, les marchés européens sont les moins chers du monde et les marchés émergents les plus chers, les Etats-Unis étant au milieu. La valorisation n'est cependant pas le vrai sujet pour l'instant. A court terme, la valorisation fluctue au même rythme que la volatilité implicite des marchés et l'été risque d'être encore chahuté.

S&P 500 Evaluation et Volatilité



Source : Datastream, Stratégie Amundi

Notre conclusion se doit d'en tenir compte :

Les pays développés sont en train de résoudre une crise structurelle, ce qui prendra encore plusieurs années. Les pays émergents, Chine en tête, sont confrontés à un ralentissement cyclique. Compte tenu de l'avancée du cycle, une hausse marquée des indices des pays développés serait propice à une prise de profit alors qu'une correction marquée des indices émergents serait en revanche une opportunité d'achat.

Eric Mijot

## Le Ghana sur le devant de la scène

Le beau parcours du Ghana pendant la Coupe du monde 2010 a récemment captivé les amateurs de football du monde entier. Cela étant, de nombreux investisseurs sur les marchés émergents ont davantage parié sur le Ghana durant l'année écoulée, notamment parce qu'on estime que la production tant attendue de pétrole à partir du champ Jubilee démarrera d'ici à fin 2010. Les initiatives prises par le nouveau gouvernement (élu fin 2008) pour stabiliser l'économie ont en outre motivé les investisseurs. Malgré la lenteur des progrès sur le front de certaines réformes, le Ghana nous semble globalement avancer dans la bonne direction. L'engagement du gouvernement à gérer prudemment les futures recettes pétrolières constitue un signe particulièrement encourageant selon nous.

### > Amélioration de la situation budgétaire, malgré des objectifs non atteints

Le déficit budgétaire s'est établi à 9,9% du PIB en 2009, après 14,5% en 2008. Conscient que les objectifs pour 2010 ne pouvaient plus être atteints, le FMI a récemment revu le programme budgétaire du Ghana et révisé à la baisse l'objectif de déficit budgétaire pour 2010, à 8% du PIB. Concernant 2011-2012, le gouvernement projette d'aller encore plus loin et de ramener le déficit budgétaire à 3-5% du PIB. Nous pensons que l'objectif pour 2010 devrait pouvoir être atteint mais que ceux pour 2011-2012 pourraient s'avérer un peu trop optimistes, compte tenu des difficultés liées à l'augmentation du remboursement du service de la dette et des arriérés intérieurs. Parallèlement, le volet recettes présente plusieurs risques potentiels. Le programme budgétaire actuel s'appuie sur une augmentation de 3,5% des recettes, sous l'effet d'une hausse des redevances minières, des droits à l'importation et des impôts sur les plus-values. Toutefois, étant donné la fragilité de la conjoncture internationale, le gouvernement pourrait devoir envisager de recourir à des plans d'urgence pour les pertes de recettes. Même s'il est en train de finaliser le projet de loi relatif à la gestion des recettes pétrolières, il nous semble peu probable que des dividendes pétroliers puissent être dégagés dans l'immédiat. Le projet de loi évoque une répartition des recettes pétrolières excédentaires entre un fonds de stabilisation (70%) et un fonds d'héritage (30%). Le premier pourrait être exploité pendant les périodes de ralentissement, alors que l'utilisation du second ne pourrait être possible qu'une fois le fonds de stabilisation épuisé. La compagnie nationale prévoit d'accroître la production de pétrole dans un délai de trois mois pour atteindre un pic de production de 120 000 barils par jour. On espère vivement que la poursuite des travaux d'exploration débouchera sur des réserves avérées encore plus importantes (300 millions de barils actuellement).

Le thème des recettes pétrolières est sur toutes les lèvres mais pas celui des recettes gazières potentielles. Les 120 000 barils de pétrole quotidiens s'accompagneront d'un nombre significatif de mètres cubes de gaz naturel. Le gouvernement n'anticipe

aucune recette issue de ce gaz naturel puisqu'il n'a pas encore vraiment pris de décision quant à son mode de transport. Le gaz servira peut-être à alimenter la plateforme pétrolière mais la plus grande partie de celui-ci devra être acheminée vers une centrale électrique locale, qui devra être transformée pour accepter du gaz. Les responsables pourraient aussi choisir de brûler le gaz ou de le réinjecter dans le puits de pétrole en espérant qu'il pourra être récupéré ultérieurement.

### > Vers de nouvelles baisses des taux

Depuis qu'elle a dépassé 20% en 2009, l'inflation a sensiblement reculé au Ghana. Elle a ralenti, passant de 11,7% en avril à 10,7% en mai. Ce taux conforte notre opinion selon laquelle la Banque du Ghana abaissera son taux directeur de 100pb lors de la réunion de politique monétaire du 12 juillet. Pour rappel, la Banque centrale a procédé à une baisse des taux de 100 pb en avril (à 15%), ce qui porte le total à 350 pb depuis le début du cycle d'assouplissement à l'automne dernier. Son objectif d'inflation pour fin 2010 s'établit à 9,2%. Si ce taux pourrait être observé durant les prochains mois en raison d'un effet de base favorable, la hausse de l'inflation en glissement mensuel semble indiquer que l'IPC général pourrait renouer avec les 10-12% d'ici à la fin de l'année. L'IPC a progressé de 1,9% sur un mois en mai après une hausse de 1,5% en avril.

Les projets d'augmentation des prix de l'électricité et des traitements dans la fonction publique pourraient aussi se traduire par des tensions inflationnistes. Si, d'après certains analystes, ces risques inflationnistes laissent penser que la Banque du Ghana se contentera d'un abaissement de 50 pb en juillet, nous restons convaincus qu'elle ira jusqu'à 100 pb afin d'encourager les banques à réduire leurs taux prêteurs. Jusqu'à présent, les banques n'ont pas véritablement réagi aux baisses de 350 pb du taux directeur car elles pensent que la montée des tensions inflationnistes contraindra la banque centrale à relever ses taux à court terme. Il faut se souvenir que le taux d'inflation est actuellement inférieur de 10 pp à son plus haut de 2009 (20,7%). Le gouvernement ghanéen a tiré parti de la baisse des taux d'intérêt et a commencé à émettre des obligations souveraines en monnaie locale à échéance longue. Comme les investisseurs étrangers ne peuvent pas détenir d'obligations locales dont l'échéance est inférieure à trois ans, la vigueur de la demande étrangère a permis une compression des rendements sur le segment long de la courbe. Si la monnaie ghanéenne, le cedi (GHS), s'est dépréciée de 2% face au dollar américain ces derniers mois, nous restons persuadés qu'elle résistera relativement bien. A titre de comparaison, les monnaies d'autres pays développés et émergents ont connu d'énormes fluctuations durant la même période. Pour l'avenir, le gouvernement a annoncé qu'il n'émettrait vraisemblablement plus d'obligations locales à échéance trois ans cette année. Il envisage plutôt d'émettre une autre obligation en dollar américain début 2011.

*Brett Rowley*

## Les faits marquants de la semaine du 28 juin au 2 juillet 2010

### > Marchés : les tensions ne se dissipent pas

- **Les bourses souffrent encore et les obligations continuent d'en profiter** : les marchés se laissent transporter par la volatilité et l'avenir macroéconomique est incertain. La gestion politique et financière de la crise de dettes souveraines en Europe reste un centre d'intérêt pour les marchés et les *stress tests* bancaires sont à l'ordre du jour. Entre temps, l'agence de notation Moody's a abaissé jeudi les notes de cinq régions espagnoles et mis sous revue une possible dégradation de la note de l'Espagne (Aaa -). Les deux émissions obligataires en France et en Espagne se sont bien déroulées. Les marchés craignent également un assèchement des liquidités. Jeudi le remboursement des montants de l'opération de refinancement de long terme de la BCE a montré que les banques continuent à s'endetter mais dans une moindre mesure (notamment les plus fragiles) d'où la crainte de la poursuite de la hausse des taux interbancaires qui pourrait générer de nouvelles tensions sur la liquidité. Cela dit, le remboursement de cette opération et le passage vers d'autres opérations de refinancement de la BCE se sont déroulés avec succès, les futures échéances de l'année 2010 seront donc à surveiller. Pour conclure, les destructions d'emplois aux Etats-Unis se sont élevées à 125K, chiffre négatif largement escompté puisque en juin les créations d'emplois relevaient essentiellement du secteur public en raison du recensement de la population.

### > États-Unis : confiance en baisse et créations d'emplois privés

- **Le revenu personnel et la consommation de ménages ont augmenté moins qu'attendu** : 3<sup>ème</sup> hausse consécutive pour le revenu personnel (+0,4% en mai) après +0,4% et +0,5% les 2 mois précédents. La consommation des ménages a augmenté de 0,2% en mai.
- **Les prix de l'immobilier en hausse** : l'indice *Case-Shiller* a grimpé de 0,44% en avril, après deux mois de baisses consécutives, mais le repli de mars (-0,5%) a été revu à -0,15%. Les prix de l'immobilier demeurent au plus haut depuis septembre dernier.
- **Confiance en baisse** : l'indice de confiance des consommateurs (*Conference Board*) a subi une forte baisse en juin (52,9 contre 63,3 en mai alors qu'il était attendu à 62,5). Même destin pour la confiance des directeurs d'achat de Chicago (*Chicago Purchasing Manager*) qui passe de 63,3 à 52,9 contre un niveau attendu bien supérieur à 60, précisément 62,5.
- **Moins de destructions d'emploi qu'escompté** : 125K emplois détruits en juin, 5K de moins que prévu. En termes absolus, ce chiffre peut apparaître très négatif, mais il était largement prévu puisque la forte hausse du mois de juin était due aux créations d'emplois publics (+390K) pour le recensement de la population. L'aspect positif est que le secteur privé a créé pour sa part 83K emplois, 50K de plus que le mois précédent et depuis janvier le rythme de créations d'emplois privés est de 100K en moyenne par mois. Le taux de chômage de juin est en légère baisse à 9,5% contre 9,7% au mois de mai. La première réaction des marchés a été positive.

### > Europe : les indice PMI sont stables en juin

- **Les européens se montrent confiants** : les enquêtes de confiance de la Commission européenne montrent que le moral des ménages et des industries sont stables. L'indice PMI manufacturier reste à 55,6 en juin.
- **Inflation à 1,4% en juin** : la première estimation de l'inflation de la zone euro pour juin est de 1,4% (contre 1,6%) et légèrement en dessous des attentes (1,5%). Le taux de chômage se confirme à 10% (mai).

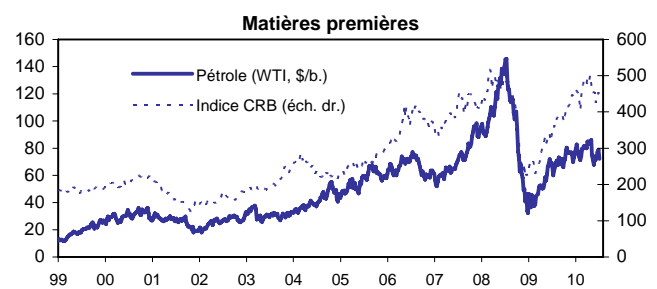
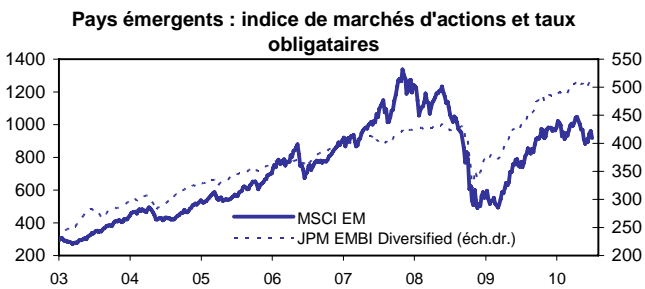
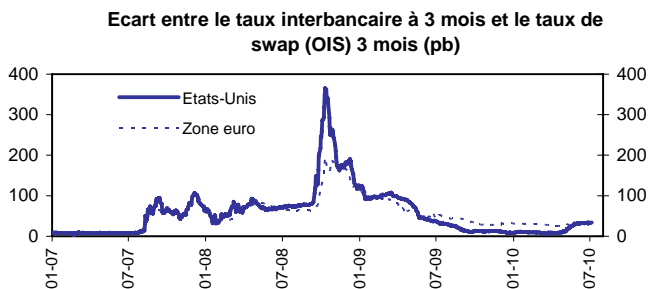
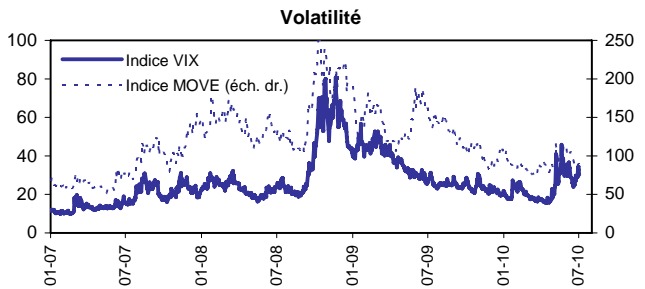
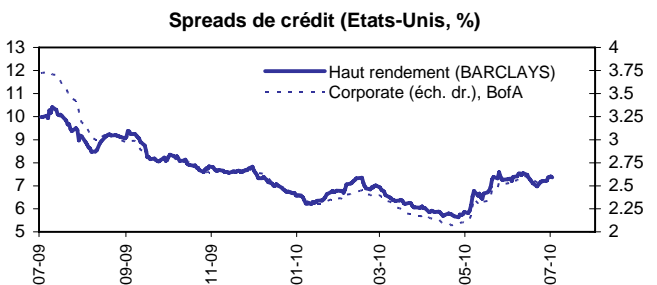
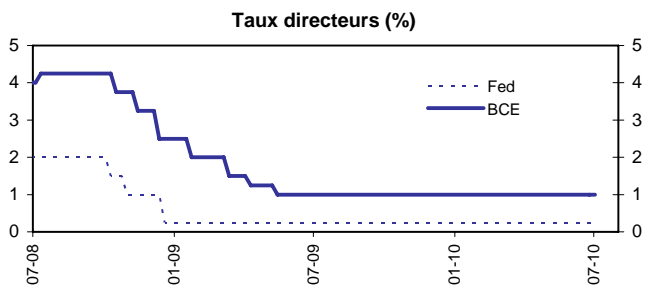
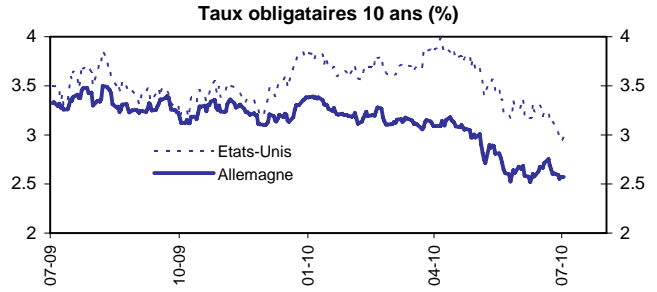
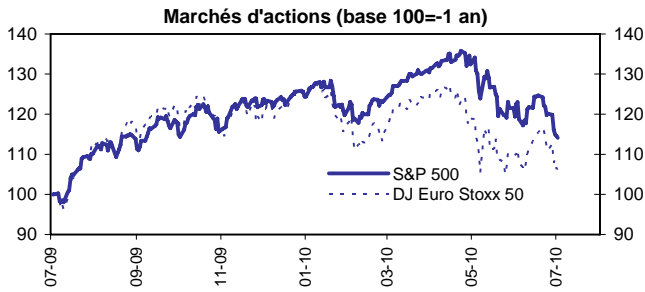
### > Asie : bons résultats de l'enquête trimestrielle Tankan au Japon.

- **L'enquête Tankan du 2<sup>ème</sup> trimestre dépasse les attentes** : toutes les composantes s'améliorent par rapport à mars. L'indice mesurant le sentiment des grandes entreprises manufacturières augmente de 15 points et retourne en territoire positif (1 contre -14). L'indice mesurant leurs perspectives passe à 3 contre -8. Quant aux grandes entreprises non manufacturières et aux petites entreprises, les indices s'améliorent mais restent négatifs.
- **Le PMI chinois de juin baisse** : léger repli à 52,1 vs 53,9 en mai.

## A suivre cette semaine (du 5 au 9 juillet)...

Lundi 5	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Zone euro : PMI services (juin)</li><li>▪ Royaume-Uni : PMI services (juin)</li></ul>
Mardi 6	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ États-Unis : ISM-non manufacturier (juin)</li></ul>
Mercredi 7	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Zone euro: PIB final (T1 2010)</li><li>▪ Allemagne : commandes d'entreprises (mai)</li></ul>
Jeudi 8	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Allemagne : production industrielle (mai)</li><li>▪ Zone euro : Annonce taux d'intérêt de la BCE</li><li>▪ Royaume-Uni : production industrielle (mai), Annonce Taux Bank of England</li></ul>
Vendredi 9	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Allemagne : inflation finale (mai)</li><li>▪ France : production industrielle (mai)</li></ul>

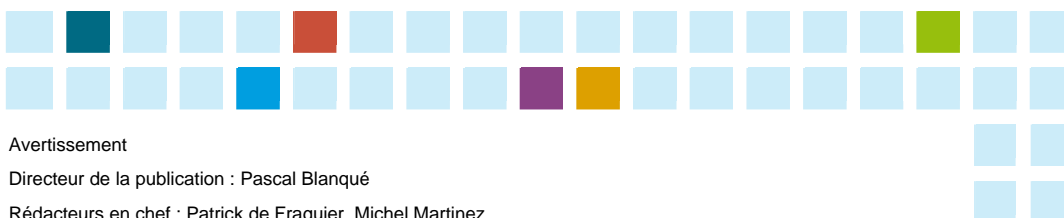
Indicateurs de marchés



Taux de change (2 juillet 2010)

	Taux	Var. sur 1 semaine, %	Var. depuis Jan. 2010, %	Fin d'année			
				2009	2008	2007	2006
			Appréciation/Dépréciation de la devise locale				
USD/EUR	1.25	2.1%	-12.9%	1.44	1.39	1.47	1.32
USD/GBP	1.52	1.9%	-6.3%	1.62	1.46	2.01	1.96
GBP/EUR	0.83	-0.2%	7.6%	0.89	0.95	0.73	0.67
JPY/USD	87.57	2.2%	5.6%	92.43	90.64	112.04	119.16
JPY/EUR	109.9	0.1%	21.2%	133.2	126.1	164.9	156.9
CHF/USD	1.07	3.3%	-3.4%	1.03	1.07	1.12	1.22
CHF/EUR	1.34	1.2%	10.9%	1.48	1.49	1.65	1.61

Sources : Stratégie et Recherche économique d'Amundi, Datastream et Bloomberg.



#### Avertissement

Directeur de la publication : Pascal Blanqué

Rédacteurs en chef : Patrick de Fraguier, Michel Martinez.

Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans notre autorisation.

Édité par Amundi - Société anonyme au capital de 578 002 350 euros - Siège social : 90, boulevard Pasteur, 75015 Paris - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - 437 574 452 RCS Paris.

Les informations figurant dans cette publication ne visent pas à être distribuées ni utilisées par toute personne ou entité dans un pays ou une juridiction où cette distribution ou utilisation serait contraire aux dispositions légales ou réglementaires, ou qui imposerait à Amundi ou ses sociétés affiliées de se conformer aux obligations d'enregistrement de ces pays.

La totalité des produits ou services peut ne pas être enregistrée ou autorisée dans tous les pays ou disponible pour tous les clients. Les données et informations figurant dans cette publication sont fournies à titre d'information uniquement. Aucune information contenue dans cette publication ne constitue une offre ou une sollicitation par un membre quelconque du groupe Amundi de fournir un conseil ou un service d'investissement ou pour acheter ou vendre des instruments financiers. Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos et ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit.

#### Correspondants

##### Rédacteurs en chef

Patrick de Fraguier (Paris)  
+33 1 43 23 91 59  
Michel Martinez (Paris)  
+33 1 56 37 23 84

##### Paris

Marc-Ali Ben Abdallah  
Didier Borowski  
Marie Brière  
Bastien Drut  
Clémentine Gallès  
Delphine Georges  
Julien Marcilly  
Nathalie Navarre  
Florian Roger  
Ombretta Signori  
Ibra Wane

##### Los Angeles (TCW)

Blaise Antin  
Marcela Meirelles  
Brett Rowley  
Jean Charles Sambor

##### Milan

Sergio Bertocini

##### Mumbai

Nidhi Chawla

##### Tokyo

Masanaga Kono  
Akio Yoshino

##### Assistantes

Hélène Leconte (Paris)  
Josseline Materne (Paris)  
Hélène Reto (Paris)  
Myrella Suarez (TCW)