

Prévision du taux de défaut des entreprises en 2012

Points clés

1 Introduction

Le rythme des défauts d'entreprises a fortement baissé en 2010, une tendance qui s'est poursuivie au cours des trois premiers trimestres 2011. La grande majorité des indicateurs avancés de défaut laissent actuellement présager un recul supplémentaire, bien que limité, ces prochains mois : un point bas pourrait être atteint entre le 4^{ème} trimestre 2010 et le second semestre 2012. Les agences de notation partagent ce point de vue : dans ses dernières prévisions, S&P table sur un taux de défaut mondial de 1,6 % d'ici mars-juin 2012, contre 1,8 % prévu d'ici la fin de l'année. D'après ce scénario de référence, dans son rapport sur les défauts de novembre publié le 7 décembre, Moody's évoque 1,7 % d'ici la fin de l'année aux États-Unis, contre 1,8 % actuellement, tandis qu'en Europe, le même taux est voué à progresser de 2,6 % à 2,5 %.

D'après le même scénario central, le modèle de prévision de Moody's estime désormais que le taux mondial de défaut des émetteurs de titres spéculatifs restera faible, entre 1,7 % et 2,4 % sur les douze prochains mois. Mais compte tenu de la crise de la dette, de la crise financière, de la dégradation du contexte macroéconomique et des risques de resserrement des conditions de crédit, que faut-il attendre pour le second semestre 2012 ?

Alors que les prévisions de défaut établies par les agences de notation restent faibles, elles ont commencé à progresser et intègrent un risque extrême (tail risk) en termes de scénario pessimiste. L'écart entre les prévisions fondées sur le scénario de référence et le scénario pessimiste s'est en fait élargi considérablement ces derniers mois : si la crise de la dette européenne se détériorait et que l'économie américaine rechutait en récession (avec un chômage passant à 15 % et des spreads bondissant à 1 300 pb), le taux mondial de défaut de Moody's devrait atteindre quasiment 7 % d'ici un an, soit nettement plus que les 2,4 % prévus dans son scénario central.

En conséquence, nous présentons nos outils de prévision fondés sur des indicateurs fondamentaux et de marché, ainsi que nos résultats et projections de taux de défaut. Les émetteurs américains et européens de titres spéculatifs sont largement couverts par des outils et scénario de nature prévisionniste.

“ *Les taux de défaut sont proches de leur plus bas et devraient augmenter en 2012* ”

Certaines rubriques sont également consacrées à l'analyse du cycle récent et à l'évaluation de certaines des approches les plus courantes ainsi que les données utilisées pour la prévision des taux de défaut, que ce soit top down ou bottom up.

- Les taux de défaut ont baissé très fortement ces deux dernières années. Ces taux sont maintenant sur des niveaux très bas et devraient monter, mais dans quelle mesure ?
- Dans ce focus, nous présentons nos outils de prévision, basés sur des indicateurs fondamentaux et de marché. Nous couvrons dans notre étude les émetteurs investment grade et spéculatifs et tant américains qu'européens.
- Pour éviter de produire des résultats avec trop d'hypothèses, nous avons choisi des facteurs menant les taux de défaut par au moins quatre trimestres, combinant des signaux venant des fondamentaux, des conditions financières et des conditions de marché.
- Les facteurs bottom up de prévision des taux de défaut comprennent l'utilisation des nouvelles émissions (refinancement ou investissement), le niveau de rating des nouvelles émissions et le risque de refinancement.
- Nous présentons également notre modèle avec un scénario pessimiste, combinant une récession, et une détérioration des conditions de crédit.
- Dans le cadre de ce modèle, les taux devraient atteindre 3/4% courant 2012. De plus, dans un scénario pessimiste les taux de défaut pourraient atteindre 7% fin 2012/ début 2013. Ces chiffres sont conformes aux prévisions des agences.
- Cependant, les maturités des LBOs représentent toujours une menace en 2014. Les émetteurs européens restent en général plus vulnérables au risque de refinancement que les noms américains.

2 Taux de défaut des émetteurs de titres spéculatifs : point bas imminent

Le 1er graphique illustre le taux mondial de défaut des émetteurs de titres à haut rendement sur 12 mois glissants des 25 dernières années, soit les trois derniers cycles de crédit. Contrairement aux deux précédents, le dernier cycle s'est avéré remarquablement rapide, notamment à la baisse puisque les taux de défaut avaient atteint un pic de près de 14 % fin 2009 avant de retomber à près de 3 % en l'espace de 12 mois seulement. Fait intéressant, même si le pic de 14 % était supérieur aux deux précédents, le retournement plus rapide du cycle de défaut s'est traduit par un taux cumulé total inférieur. De fait, depuis juillet 2007, près de 400 émetteurs appartenant à un univers de 2 150 sociétés ont fait défaut : cela représente 21 %, contre les 30 % observés il y a dix et vingt ans. Au début des années 1990, quasiment quatre ans s'étaient écoulés entre le pic et le creux, et près de six ans lors du cycle suivant. Cette fois-ci, vingt mois seulement après que le pic ait été franchi, le creux ne semble plus si loin.

2.1. Prédiction des taux de défauts : facteurs et données top down

Croissance du PIB et de la production industrielle

Pour en revenir aux modèles économétriques top down, parmi les facteurs macroéconomiques, la croissance du PIB et de la production industrielle représente deux indicateurs relativement "coïncidents". Le décalage entre le taux de défaut et une variable macroéconomique coïncidente comme la croissance du PIB et de la production industrielle est en moyenne de six mois (voir graphique 2). Parmi les indicateurs financiers, nous indiquerons la corrélation entre le pourcentage net des banques qui resserrent leurs conditions de crédit aux entreprises et le taux de défaut. Ce facteur a un pouvoir explicatif fort et constitue un indicateur avancé (4 trimestres environ) des défauts. La pente de la courbe des taux s'est avérée moins efficace au cours du dernier cycle, probablement du fait des mesures de politique monétaire non conventionnelles, comme la politique de taux zéro et l'assouplissement quantitatif.

2.2. Prédiction des taux de défauts : facteurs et données bottom-up

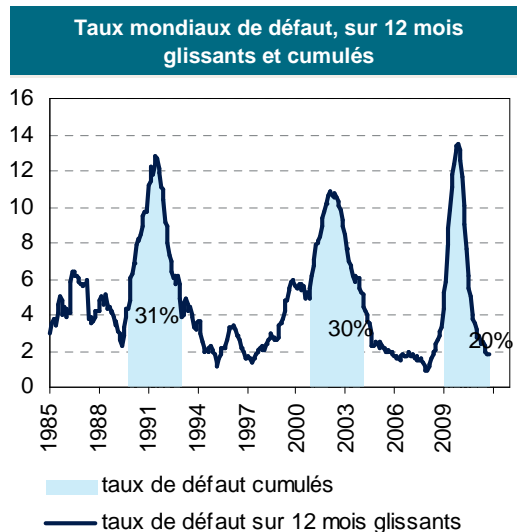
Utilisation des nouvelles émissions : investissement ou refinancement

En phase de croissance macroéconomique mature ou tardive, les entreprises ont tendance à s'engager dans des stratégies agressives d'investissement et de ré endettement. L'envolée des émissions nouvelles de dette destinées à financer la hausse des investissements plutôt qu'à refinancer simplement la dette arrivée à échéance se traduit généralement par une augmentation du taux de défaut. Au cours des deux derniers cycles macroéconomiques, juste avant l'éclatement des deux récessions, l'offre de refinancement pur était tombée à seulement 30 %.

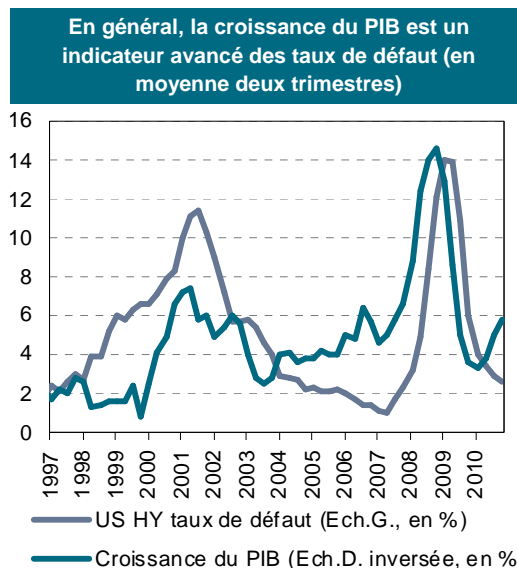
Comme le graphique 3 l'indique, l'essentiel de la dette nouvellement émise après la faillite de Lehman Brothers a servi principalement à des fins de refinancement. Les émissions destinées à des opérations de fusions/acquisition, d'investissement et de distribution de dividendes se sont redressées par rapport aux points bas de 2009, mais elles restent largement inférieures à 30 % du volume total, soit largement moins que les niveaux « à risque » supérieurs à 50 %. Par ailleurs, les pourcentages ne disent pas tout : les volumes de refinancement se sont avérés largement supérieurs ce cycle-ci que le précédent, ce qui a permis aux entreprises d'allonger sensiblement la durée de leur dette.

Le niveau de rating des nouvelles émissions

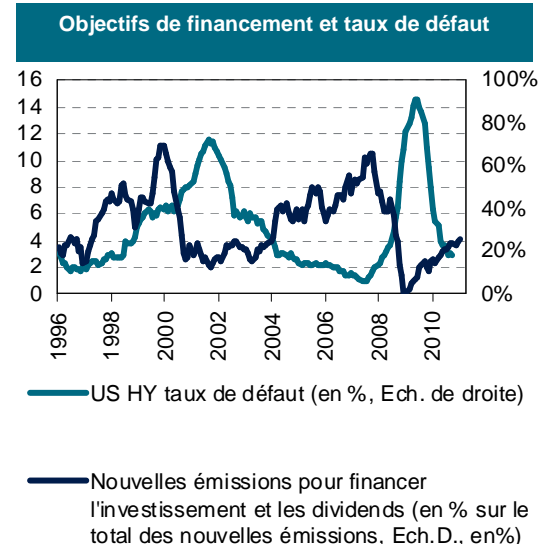
D'un autre côté, la proportion d'émissions de titres moins bien notés (B- et moins) sur l'offre totale de titres à haut rendement peut être considérée comme un signal indirect de l'aversion ou de la tolérance au risque des marchés. Une nouvelle fois, lors de phases de croissance mature ou tardive, la quête de rendement des investisseurs – faisant fi des valorisations tendues – contribue à absorber des volumes record d'émetteurs de qualité inférieure. Cette tendance contribue ainsi à la hausse des taux de défaut lorsqu'une bulle éclate en période de récession.



Source: Bloomberg, Moody's, Stratégie Amundi



Source: Fed, BoA ML, Stratégie Amundi



Source: Bloomberg, Moody's, BoA ML, Stratégie Amundi

Le décalage entre les deux variables et la part encore très faible des émissions faiblement notées sur le volume total ne vont pas à l'encontre de nouveaux points bas pour les taux de défaut dans les mois à venir.

Prévision des taux de défaut : principales approches alternatives

La grande majorité des modèles utilisés pour prévoir les taux de défaut, y compris les outils mis au point par Moody's et S&P, sont de type économétrique : ils sont fondés principalement sur une combinaison de facteurs économiques (croissance du PIB, emploi, production industrielle, etc.) et financiers (critères de prêt des banques, pente de la courbe des taux, etc.). Avec les indicateurs fondamentaux et financiers, ces modèles peuvent également inclure des critères spécifiques à l'environnement de crédit, comme l'évolution des notes de solvabilité ou les perspectives d'évolution des notes par les agences de notation, et/ou la proportion des émetteurs de titres spéculatifs dans l'univers de notation, ou encore la répartition des notes des nouvelles émissions.

Les modèles actuariels sont une alternative aux modèles économétriques en ce sens qu'ils appliquent la même approche aux émetteurs que les modèles basés sur la mortalité dans le secteur de l'assurance-vie. Professeur à l'université de New York, Edward Altman fait partie de ceux qui se sont concentrés sur le taux cumulé de défaut d'obligations assorties d'une note donnée et émises depuis un certain nombre d'années.

Enfin, les modèles basés sur les marchés sont une autre approche pouvant être utilisée avec des facteurs fondamentaux et financiers : les écarts de crédit (spreads) et ratios d'émetteurs en difficulté (distress ratio), ou encore la part des émissions affichant un spread supérieur à 1 000 pb, ont tendance à devancer le cycle de défaut.

Différentes approches peuvent déboucher sur des prévisions très différentes : à en juger par les données ex post, les modèles actuariels ont considérablement sous-estimé les défauts réels en 2009, tandis que les modèles basés sur les marchés les ont surestimés.

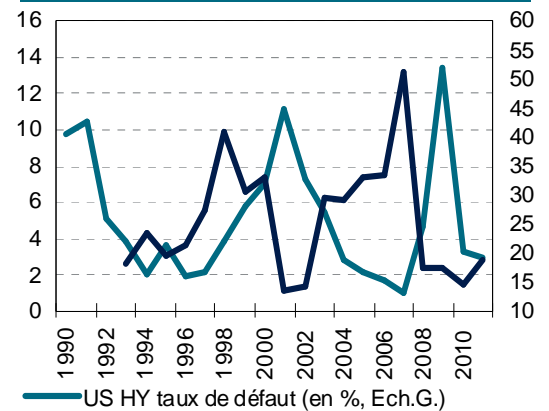
Risques de refinancement

Qu'en est-il du risque de refinancement dans les années à venir ? Il semble voué à reculer puisque le « mur d'échéances » a régulièrement baissé ; notons toutefois que les statistiques concernent généralement uniquement les émetteurs américains. Le risque de refinancement des 30 prochains mois s'est fortement contracté parmi les émetteurs américains, grâce aux deux dernières années d'émissions record qui ont repoussé les échéances à 2016-2018. En particulier, les obligations se sont massivement substituées aux prêts (cf. graphique sur les prêts US). L'analyse des capitalisations boursières révèle également que le risque de refinancement est principalement concentré sur les petites entreprises : celles assorties d'un capital inférieur à 500 millions de dollars devront ainsi refinancer environ 14 % de leur dette avant 2014, tandis que les besoins des moyennes et grandes capitalisations ne seront que de 9 % sur les deux prochaines années.

Qu'en est-il des sociétés européennes ? Le risque de refinancement est supérieur en Europe, bien qu'encore relativement limité en 2012 et 2013 en pourcentage de l'encours de dette total. Cela s'explique principalement par la dépendance accrue aux prêts bancaires d'une part, et par la moindre capacité d'absorption des marchés obligataires d'autre part, soit les deux faces de la même pièce. Les sociétés américaines ne devront satisfaire que 8 % et 7 % de leur besoin total de refinancement avant 2014 ; leurs homologues européennes en revanche, devront refinancer 10 % et 17 % de leurs obligations et prêts en cours dans les deux prochaines années (cf. dernier graphique de la page précédente).

Les principales craintes concernent 2014 et 2015, lorsque 56% des prêts « speculative grade » des entreprises arriveront à échéance. Une crainte demeure concernant la dette LBO à fort effet de levier émise avant la crise des subprimes et qui arrivera à échéance ces prochaines années : à cet égard, il semble que les principaux risques se matérialiseront en 2013 et 2014, mais pas en 2012. Moody's fait néanmoins remarquer que la qualité de crédit du pool restant de LBO non notés s'est nettement détériorée, puisque seules les entreprises les plus solvables ont eu accès aux obligations HY pour se refinancer. L'agence de notation estime qu'il sera difficile de refinancer environ 20 % de la dette des LBO non notés et que cette dette sera par conséquent exposée à un risque élevé de défaut au cours des trois à quatre prochaines années.

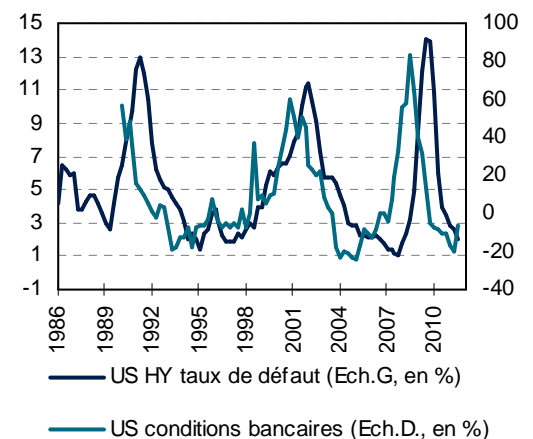
Qualité et taux de défaut des nouvelles émissions



— US HY taux de défaut (en %, Ech.G.)
— Proportion d'émissions notées B- et moins sur émissions totales (Ech.D.)

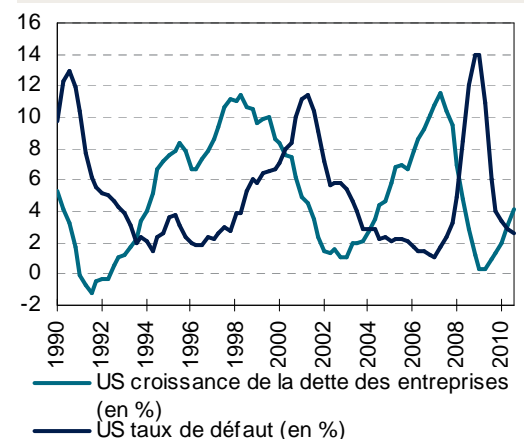
Source: Bloomberg, Moody's, BoAML, Stratégie Amundi

Taux de défaut US et conditions de crédit bancaire, reflet de la conjoncture financière



Source: Fed, Moody's, Stratégie Amundi

Taux de croissance de la dette des entreprises



Source: Fed, Moody's, Stratégie Amundi

Les facteurs de notre régression sont basés sur les fondamentaux (croissance de la dette), les facteurs financiers (conditions de crédit bancaire) et les marchés (ratio de titres en difficulté).

Pour éviter de nous disperser avec un nombre excessif d'hypothèses, nous avons ciblé des facteurs constituant un indicateur avancé d'au moins quatre trimestres des variables que nous souhaitons expliquer.

Afin de combiner les signaux issus de divers horizons, nous nous sommes concentrés sur trois facteurs :

- 1) la croissance de la dette des entreprises américaines, liée aux fondamentaux microéconomiques,
- 2) les conditions de crédit bancaire appliquées aux prêts commerciaux et industriels, qui indiquent la conjoncture financière,
- 3) le ratio de titres en difficulté, soit le pourcentage d'émissions à haut rendement qui affichent un spread supérieur à 1 000 pb sur les emprunts d'État US, ce qui met en évidence la conjoncture sur les marchés du crédit. Si la croissance de la dette a tendance à être un indicateur permettant d'anticiper de deux ans les cycles de défaut, les conditions financières et les signaux du marché sont plus à même d'expliquer les variations « à court terme » des tendances de défaut puisque leur capacité d'anticipation est de l'ordre de quatre trimestres à une année.

Les graphiques font état de la corrélation entre chaque facteur sélectionné et le taux de défaut. Fait intéressant, les conditions de crédit et la croissance de la dette continuent à augurer un recul des taux de défaut, tandis que l'élargissement brutal et récent des spreads des titres à haut rendement s'est traduit par une hausse du ratio de titres en difficulté (graphique 9), ce qui ouvre la voie à un revirement à la hausse.

Ce graphique représente la corrélation de régression avec un coefficient de détermination de 89 % et une écart-type de 1,09 %. Un décalage de quatre trimestres est appliqué aux conditions de crédit et au ratio de titres en difficulté, et un décalage de huit trimestres est appliqué à la croissance de la dette.

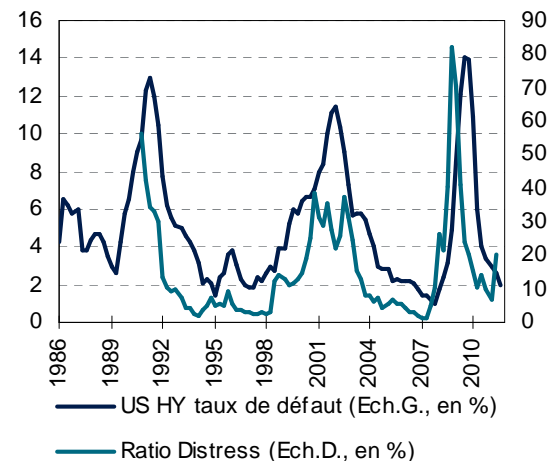
Taux de défaut des titres à haut rendement (pb) = 200 + 4,8 x conditions de prêt durcies + 18 x croissance de la dette + 9 x ratio de titres en difficulté

Le graphique ci-dessus illustre les taux de défaut réels par rapport aux taux modélisés, et fournit nos prévisions pour les prochains trimestres : d'après le modèle, les taux de défaut des titres américains à haut rendement devraient rester proches du niveau actuel de 2 % d'ici la fin de l'année et au deuxième trimestre 2012. Par la suite, ils devraient progresser du fait des signaux récents du marché et de la dégradation possible des conditions de crédit. Cela dit, cette hausse devrait rester limitée, de l'ordre de 3,5 % au cours des deux trimestres suivants.

2.3. Une approche alternative intégrant les scénarios macro

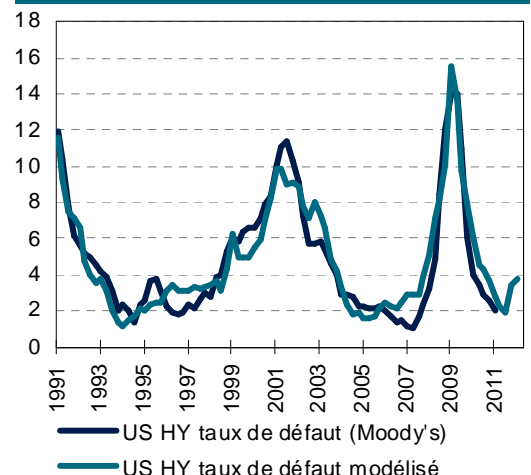
Pour comparer les prévisions modélisées avec les taux de défaut suggérés par les spreads actuels, nous avons bâti un modèle alternatif qui exclut les signaux du marché et qui tient uniquement compte des conditions financières et facteurs fondamentaux. Nous avons donc remplacé le ratio de titres en difficulté (signal de marché) par la croissance du PIB (signal macroéconomique), à l'aide des dernières prévisions du consensus pour les trimestres non couverts par les statistiques historiques de PIB. Comme le graphique suivant l'indique, ce modèle alternatif indique un taux de défaut de 2/3 % ces prochains trimestres. Compte tenu des craintes de rechute de l'économie, nous avons testé ce deuxième modèle sur la base d'une baisse de la croissance du PIB : nous avons en particulier tablé sur un durcissement rapide des conditions de crédit (d'un assouplissement net de 20 % à un durcissement net de 30%) et une baisse du PIB de l'ordre de -2,5 %. Les résultats sont globalement identiques au scénario de Moody's présenté au début de cette analyse. Le dernier graphique montre que dans ce cas, les défauts augmenteraient rapidement à 7 % d'ici le 4ème trimestre 2012 et le 1er trimestre 2013.

Taux distress (ratio de titres avec un spread supérieur à 1000 pb sur les emprunts d'Etat)



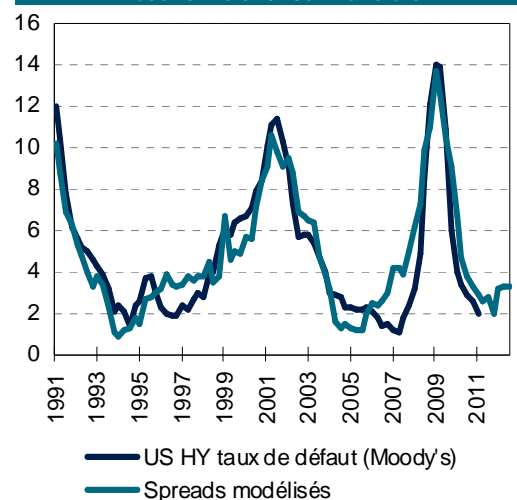
Source: Fed, Moody's, Strategie Amundi

Taux de défaut (réels et fondés sur la régression) des titres américains à haut rendement



Source: Moody's, Strategie Amundi

Un scénario de stress combinant rechute de l'économie et crise financière



Source: Moody's, Strategie Amundi

Le graphique suivant illustre la corrélation historique entre les spreads de marché et les taux de défaut des obligations américaines à haut rendement : les craintes récentes de ralentissement macroéconomique, conjuguées à la hausse de la volatilité implicite des actions et de l'aversion au risque ont repoussé les spreads à 700-750 pb. Ces niveaux impliquent un taux de défaut de l'ordre de 9%, contre 2%.

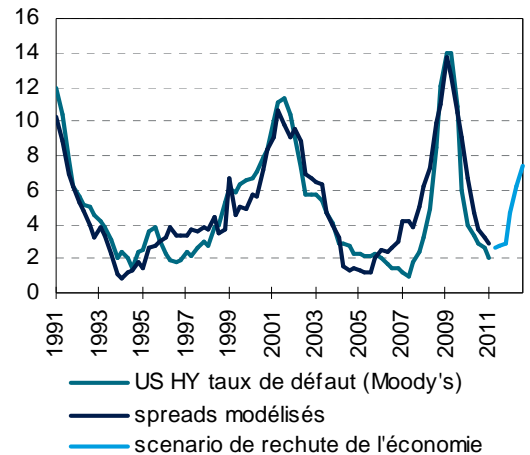
“ Dans un scénario pessimiste, les taux de défaut pourraient atteindre 7 % d'ici fin 2012, début 2013 ”

Même en rechute de l'économie et de crise financière, le modèle basé sur les fondamentaux impliquerait des niveaux légèrement inférieurs, de sorte que les valorisations actuelles restent assez attractives pour les titres américains à haut rendement.

Qu'en est-il de l'Europe ?

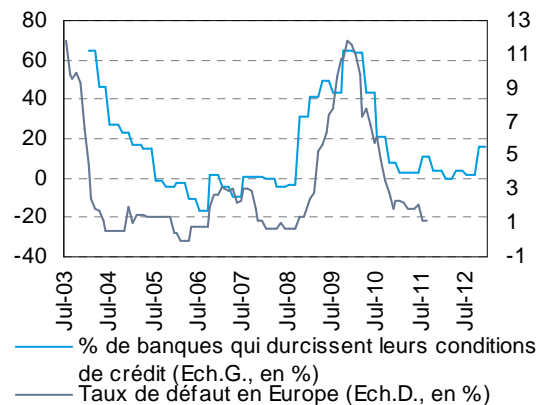
Prenons les conditions de crédit et les ratios de titres en difficulté, et leur corrélation avec les taux de défaut : les conditions de crédit ont tendance à présager la demande de prêts par les entreprises européennes à environ six trimestres. Parallèlement, le pourcentage de banques qui durcissent leurs conditions de crédit indique les taux de défaut avec une avance de quatre à six trimestres. Nous avons donc mis au point un modèle simplifié permettant d'établir des prévisions à partir de l'historique plus récent des mêmes variables utilisées pour prévoir le taux de défaut des sociétés américaines. Les résultats apparaissent dans le dernier graphique évoqué : l'augmentation du pourcentage de banques qui durcissent leurs conditions de crédit (de 0 % à 16 %) et la forte hausse du ratio de titres en difficulté (de 14 % à 33 %), devraient doper les taux de défaut au second semestre 2012. Par rapport aux niveaux très faibles actuels, ceux-ci devrait donc passer à environ 3 %. Cependant, le décalage entre ces facteurs et le taux de défaut devrait empêcher ce dernier de s'envoler à horizon deux ou trois trimestres.

Un scénario de stress combinant rechute de l'économie et crise financière



Source: Moody's, Stratégie Amundi

Taux de défaut et conditions de crédit bancaires



Source: BCE, Moody's, Stratégie Amundi

Que faut-il espérer pour 2013 et au-delà ? Le rôle des opérations d'échange de titres par des émetteurs en très grande difficulté (distress exchanges)

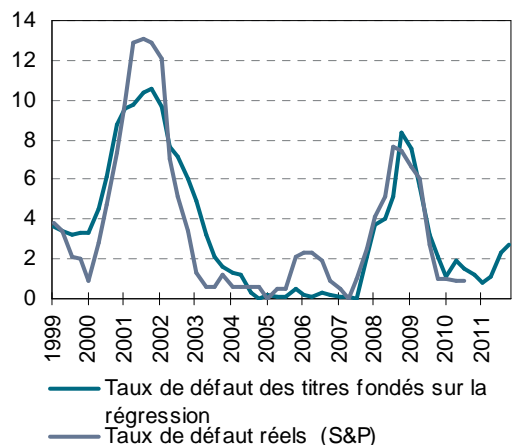
Si la régression présentée dans la section précédente est un indicateur avancé à un an, qu'en est-il des taux de défaut pour les années suivantes ? Durant la crise de 2008-2009, les primes de liquidité ont atteint des sommets inédits provoqués par la dislocation des marchés obligataires et monétaires. En conséquence, la manière dont les entreprises ont fait défaut a eu tendance à différer par rapport aux cycles précédents.

De fait, une caractéristique spécifique du dernier cycle est l'envolée du nombre d'opérations d'échange *distressed*, que les agences de notation définissent comme des rachats de dette effectués à une décote par un émetteur clairement exposé au risque de défaut s'il ne réalise pas une telle opération. En d'autres termes, les opérations d'échange *distressed* sont une alternative à la déclaration de mise en faillite (le fameux chapitre 11 aux États-Unis) qui permet de trouver une solution de restructuration entre les deux parties : d'un côté, la société réduit le fardeau de sa dette et gagne du temps pour se restructurer, et de l'autre côté, le créancier peut bénéficier d'un taux de recouvrement supérieur par rapport aux délais allongés que la procédure habituelle implique.

En dollar, ces opérations d'échange *distressed* ont représenté 60 % de la dette totale en défaut en 2008, 19 % en 2009 et 36 % en 2010. Parallèlement, les défauts après ce genre d'opérations ont atteint respectivement 22 % et 38 % du nombre total d'émetteurs défaillants en 2008 et 2009. Il s'agit là de chiffres record sur ces 25 dernières années, ce qui affectera probablement les tendances à long terme des taux de défaut.

Entre 1984 et 2010, les opérations d'échange *distressed* ont représenté environ 12 % de tous les défauts : leur part a atteint un record ces trois dernières années, soit 58,5 milliards de dollars sur un total de 74 milliards depuis 1984. Ces deux dernières années, la prime de liquidité a été absorbée et les nouvelles émissions ont de nouveau progressé sur les marchés primaires du haut rendement, tandis que le rythme de progression des opérations d'échange *distressed* a ralenti en 2009 mais il est resté relativement élevé dans les quelques cas observés l'année dernière. D'après les statistiques, jusqu'en 2007, environ 46 % de toutes les opérations d'échange *distressed* ont débouché sur un défaut dans les cinq années suivantes, et constituent souvent une solution à court terme. Cependant, si l'on peut en déduire que la probabilité de nouveau défaut est élevée à long terme pour un émetteur ayant procédé à une opération d'urgence, elle semble plus faible à court terme car la structure de capital bénéficie probablement de l'opération. Ces considérations semblent confirmées par la remontée inhabituellement rapide du taux de défaut ces deux dernières années. Parallèlement, les volumes record opérations d'échange *distressed* se ressentiront en partie les années suivantes et progresseront en 2013 et notamment en 2014, année au cours de laquelle on assistera à un véritable mur d'échéances.

Taux de défaut (réels et fondés sur la régression) des titres européens à haut rendement



Source: BCE, S&P, Stratégie Amundi

3

Conclusion

Nos modèles de régression basés sur les facteurs devançant les défauts d'au moins 4 trimestres montrent qu'en Europe et aux États-Unis, la tendance devrait atteindre son point bas dans les tout prochains mois, entre la fin de l'année et le T1 2012, puis commencer à monter doucement au T2 et au T3. Cette tendance pourrait accélérer nettement en cas de double dip et si les conditions financières se détériorent brutalement : dans ce cas, les scénarios pessimistes des agences de notation rejoignent les nôtres, à savoir des taux de défaut de 7% entre T4 2012 et le T1 2013. Les spreads actuels semblent déjà intégrer ce scénario puisqu'ils impliquent un taux de défaut de 9 % par rapport aux corrélations historiques. À horizon 5 ans, les spreads actuels de CDS (iTraxx Crossover par exemple) couvrent encore 46 % du taux de défaut cumulé en Europe. Cela paraît également supérieur aux taux de défaut cumulés correspondants des trois derniers cycles (voir graphique 1).

En combinant les indications top-down et bottom-up, la situation s'est en partie améliorée car trois vecteurs des taux de défaut futurs restent relativement bien orientés : comme nous l'avons expliqué, les objectifs de financement et la qualité des nouvelles émissions d'une part, et le calendrier d'échéances en 2012-2013 d'autre part, n'augurent pas de dégradation brutale du cycle de défaut. En outre, comme continuent à le montrer les indicateurs de liquidité des titres spéculatifs de Moody's, les sociétés conservent des niveaux de liquidité suffisants par rapport aux années précédentes. Dans le même temps, l'Europe semble plus exposée au risque de refinancement que les États-Unis, notamment sur le segment des petites et moyennes capitalisations.

Finalement, 2014 et 2015 s'annoncent éprouvantes pour les émetteurs européens de prêts à effet de levier. Les conditions de crédit sont une autre différence notable entre la situation américaine et européenne : les banques américaines ayant fait preuve d'une plus grande prudence, l'écart demeurera vraisemblablement favorable aux conditions de crédit de ce côté-là de l'Atlantique.

Cross asset investment strategy

Stratégie et recherche économique

spécial
focus

Correspondants

Rédacteur en chef

Philippe Ithurbide - Directeur Recherche, Stratégie et Analyse - Paris

+33 1 76 33 46 57

Contributeur

Sergio Bertoncini – Stratégie Crédit – Milan

+33 1 76 33 03 69

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué

Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

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 584 710 755 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.