

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



## Thematic paper | CROSS ASSET Investment Strategy

Mai 2018

# France : un gouvernement réformateur, mais le plus dur reste à faire

Research  
& Macro  
Strategy

# France: plusieurs promesses déjà tenues, mais les chantiers les plus cruciaux prendront du temps

TRISTAN PERRIER,  
Recherche Macroéconomique

Achevé de rédiger le 28/05/2018

## L'essentiel

Un an après son élection, le Président français a déjà tenu certaines de ses promesses de campagne, notamment en ce qui concerne le marché du travail et la fiscalité, des mesures généralement bien vues des observateurs financiers internationaux.

D'autres réformes importantes sont prévues et deviendront probablement, au moins partiellement, réalité d'ici la fin du mandat, même si les résistances, faibles jusqu'à présent, peuvent s'intensifier, et si le maintien d'un contexte politique et économique aussi favorable qu'aujourd'hui n'est pas acquis.

Ces orientations, combinant mesures d'offre et de « flexi-sécurité » devraient, d'ici quelques années, jouer positivement sur les grandes variables macroéconomiques que sont la croissance et le chômage. Cela ne signifie pas qu'elles suffisent, pour autant, à enrayer durablement la montée des forces politiques anti-système, principale menace de moyen terme pour les institutions en France comme dans d'autres pays européens.

Répondre à ces défis politiques passe probablement aussi par d'importantes réformes concernant les marchés de biens et de services, notamment pour remédier aux importantes inégalités entre territoires. Esquissées dans le programme d'Emmanuel Macron, de telles mesures sont moins faciles à suivre par les investisseurs internationaux que celles portant sur le marché du travail et la fiscalité. Des chantiers ont été ouverts, mais la portée réelle des changements à en attendre reste très incertaine.

Les marchés financiers ont très bien accueilli, en mai 2017, l'élection d'E. Macron, garantie de l'ancrage de la France dans les institutions européennes et porteuse d'espoirs de réformes économiques favorables à la croissance. Un an après son élection, le Président français a déjà tenu certaines de ses promesses de campagne et ouvert plusieurs chantiers, autant d'actions remarquées par les observateurs financiers internationaux.

## L'élection est intervenue dans un contexte de sous-performance chronique par rapport à l'Allemagne, malgré quelques avancées notables au cours des années précédentes

Rappelons tout d'abord qu'Emmanuel Macron a été élu, en mai 2017, dans un contexte économique déjà marqué par une reprise économique bien affirmée, une légère baisse du chômage et une réduction conséquente du déficit public. Cette amélioration, toutefois, ne pouvait masquer une sous-performance durable par rapport à l'Allemagne si l'on en juge par certains grands ratios macroéconomiques, nombre d'entre eux étant également plus dégradés que ceux de la moyenne de la zone euro. Rappelons également que le prédécesseur d'E. Macron, F. Hollande, bien qu'élu en 2012 sur un programme idéologiquement très marqué à gauche, avait au final clairement pris la direction d'une politique de l'offre (en partie sous l'impulsion d'E. Macron, conseiller du président puis

ministre de l'Economie), marquée notamment par des mesures de flexibilité du marché du travail, d'ouverture à la concurrence sur les marchés de biens et de services et par une baisse de la fiscalité des entreprises (financée par des économies de dépenses et une hausse de la fiscalité des ménages)<sup>1</sup>.

|   | France | Allemagne | Zone euro |
|---|--------|-----------|-----------|
| Déficit public, % du PIB 2017             | -2,6   | 1,3       | -0,9      |
| Dettes publiques, % du PIB 2017           | 96,9   | 64,8      | 90,1      |
| Compte courant, % du PIB est. 2017        | -1,4   | 8,0       | 3,5       |
| Taux de chômage, % mars. 2018             | 8,8    | 3,4       | 8,5       |
| Croissance du PIB en moyenne, % 2014-2017 | 1,3    | 2,0       | 2,0       |
| Industrie en % de la valeur ajoutée, 2017 | 13.9   | 25.7      | 20.0      |

### Un programme axé sur la réduction des rigidités plus que sur la baisse du poids de l'État

Le programme d'Emmanuel Macron était caractérisé par un discours généralement favorable aux institutions européennes et au monde des affaires et par des promesses de mesures proches des recommandations d'institutions telles que la Commission Européenne et l'OCDE. D'une façon générale, il faisait une large place à la « flexi-sécurité » de type nordique ayant déjà inspiré plusieurs programmes de réformes en Europe :

- Le premier fil conducteur en est **une réduction des rigidités** à la fois sur le marché du travail (par des mesures de flexibilité) et sur celui des biens et services (par la suppression des contraintes pesant sur l'offre), l'allègement de la protection des emplois et producteurs existants devant offrir plus de possibilités aux nouveaux entrants et favoriser la mobilité professionnelle et l'innovation.
- Le second en est le **maintien d'un important dispositif d'État-providence** mais au fonctionnement revu afin qu'il différencie moins les personnes suivant leurs emplois ou statuts particuliers et ne pénalise pas les changements de carrière.

**Cette flexi-sécurité n'avait jusqu'à présent guère fait recette dans les programmes des partis politiques de gouvernement en France**, même si leur action, une fois au gouvernement, s'était souvent révélée très différente des promesses électorales (comme ce fut le cas lors du mandat de F. Hollande). La gauche est en effet traditionnellement opposée à la flexibilité du marché du travail, tandis que la droite s'y intéresse peu, réclame surtout des baisses d'impôts et de dépenses publiques, et ne fait pas, en général, de la concurrence sur les marchés de biens et services un thème majeur (de telles mesures pouvant heurter des lobbies professionnels politiquement marqués à droite).

### Un an après son élection, E. Macron a déjà coché deux importantes cases de son programme économique

- La première est une **réforme du marché du travail**, qui rend légèrement plus faciles certains licenciements individuels et collectifs et décentralise une partie des négociations professionnelles au niveau de la branche ou de l'entreprise. Déjà effective fin 2017, cette réforme est aujourd'hui suivie par de nouveaux efforts visant la formation professionnelle (régulièrement dénoncée comme peu efficace par les organisations internationales), **l'apprentissage et l'assurance-chômage** (cette dernière afin de renforcer les contrôles mais aussi de mieux l'adapter à la prise de risques et aux changements de carrières).

“**Réforme du marché du travail et changements fiscaux plus favorables aux entreprises: des mesures bien identifiées par les investisseurs internationaux.**”

<sup>1</sup> Le déficit public structurel de la France est ainsi passé, entre 2012 et 2017, de 4,3% à 2,1% du PIB.

- La seconde est une **série de changements fiscaux plus favorables aux entreprises et au travail** (baisse du coût du travail via le transfert des cotisations maladie et chômage des salariés vers une fiscalité plus large, transformation d'un crédit d'impôt compensant les charges sociales payées par l'employeur en baisse permanente de charges, *flat tax* sur les revenus de placement des ménages, suppression de l'Impôt sur la fortune sur la partie financière du patrimoine, réduction progressive de l'impôt sur les sociétés).

**Facilement identifiables et bien communiqués aux marchés par le gouvernement** (parfois à l'excès, la réforme du marché du travail se situant directement dans le prolongement des efforts conséquents faits dans ce domaine durant le mandat de F. Hollande), **ces changements ont été salués par la presse financière internationale**, le cap tenu par la France ressortant, de plus, de façon particulièrement nette au cours d'une année où Allemagne, Italie, Espagne et Royaume-Uni connaissaient chacun d'importantes incertitudes politiques internes.

**Ajoutons qu'en plus de ces réformes déjà décidées ou bien engagées, l'action du gouvernement a aussi porté sur de nombreux autres domaines**, probablement moins faciles à suivre pour les investisseurs mais, si l'on en juge la littérature des organisations internationales, tout aussi (sinon plus) essentiels pour la croissance à long terme :

- **Réformes dans le secteur de l'éducation**, incluant des initiatives en faveur des zones défavorisées, mais aussi un début de sélection à l'entrée des universités.
- **Réforme** (non annoncée dans le programme électoral officiel, et seulement brièvement mentionnée lors de la campagne) **de la SNCF**, largement perçue comme un bastion du syndicalisme traditionnel et d'avantages sociaux spécifiques à certains secteurs.
- **Loi sur le logement** (voir encadré page 7).
- **Changements concernant certaines prestations de santé**, notamment dans les secteurs du dentaire et de l'optique (visant un meilleur remboursement et impliquant une maîtrise des tarifs).
- **Hausse de certaines allocations sociales visant des catégories vulnérables de la population** (personnes âgées et handicapées).
- **Mesures de simplification administrative pour les entreprises.**
- De plus, sans qu'elle soit directement présentée comme une réforme du marché des produits et services, la **suppression programmée de la taxe d'habitation** (taxe locale au mode de calcul particulièrement désuet) a également, de fait, ouvert un chantier de **refonte du financement des collectivités locales**, grosses pourvoyeuses de services locaux, dont les doublons et inefficiences sont également régulièrement mentionnés par les organisations internationales.

**À l'inverse, la réduction du déficit budgétaire à 2,6 % du PIB en 2017 (après 3,4 % en 2016), si elle a été très visible des investisseurs et pleinement participé au flux d'actualité positif concernant la France, doit surtout à la conjoncture et peu à l'action du nouveau Président.** Paradoxalement, c'est justement dans le domaine budgétaire que cette action tarde à suivre les promesses : la dépense publique est restée pratiquement inchangée (à 56,5 % du PIB) par rapport à 2016, alors qu'il est prévu de l'abaisser à 52 % d'ici la fin du mandat présidentiel en 2022. **Surtout, les mesures visant à réaliser des économies de dépenses publiques restent, à ce stade, peu détaillées.**

## Les efforts devraient continuer au cours des prochaines années

Au programme du gouvernement figurent notamment deux autres importants chantiers :

- **Une unification des systèmes de retraite** par la création d'un socle commun retenant le principe des comptes notionnels (maintien du système

par répartition, mais conférant des droits proportionnels aux montants cotisés), à conclure d'ici 2019. Telle qu'annoncée, cette réforme, présentée comme visant la simplification du pilotage et l'équité, sera budgétairement neutre (du moins à court terme).

- **Des mesures de réformes de l'État et des institutions**, encore loin d'être toutes détaillées<sup>2</sup>, en vue d'améliorer son fonctionnement **mais aussi d'obtenir les économies budgétaires annoncées dans le programme présidentiel.**

Par ailleurs les efforts portant sur le marché des produits et services devraient s'intensifier, avec de nouvelles mesures visant à réduire les obstacles pesant sur l'offre dans divers secteurs.

### Ces chantiers pourraient bien rencontrer une résistance plus importante que celle, étonnamment faible, rencontrée jusqu'à présent

Depuis son élection, E. Macron et son gouvernement ont bénéficié d'un contexte particulièrement favorable, fait d'une position parlementaire très solide (très large majorité, avec un grand nombre de députés novices), d'une opposition politique assommée par son échec électoral, d'une opposition syndicale très divisée et d'une croissance économique au rendez-vous. La réforme du marché du travail, en particulier, a pu être conclue sans grande opposition tandis que celles portant sur l'université et la SNCF ont suscité quelques mouvements sociaux, jusqu'à présent impuissants toutefois à enrayer l'action du gouvernement.

Cette situation pourrait changer, tout d'abord en raison de la nature des nouvelles réformes. Même budgétairement neutre au niveau national, la réforme des retraites pourrait faire des perdants (surtout dans les secteurs bénéficiant actuellement de régimes spécifiques) et être l'occasion pour les syndicats et l'opposition de gauche de faire davantage front commun (ce qui, toutefois, est loin d'être une certitude). Les réformes de l'État et des institutions, pour sa part, pourraient se heurter à une forte opposition de la part du Sénat (resté majoritairement à droite) et des collectivités locales (très attentives à leurs prérogatives et à leurs sources de financement), surtout si elles sont assorties d'économies budgétaires conséquentes. Enfin, des mesures augmentant la concurrence sur les marchés de biens et services sont toujours susceptibles de rencontrer l'opposition des organisations représentant les professions réglementées, parfois plus efficaces dans la défense de leurs avantages que les syndicats de salariés.

La conjoncture et l'actualité politique pourraient également évoluer de façon moins favorable. La poursuite d'une reprise économique européenne aussi vigoureuse qu'au cours des derniers trimestres n'est pas acquise. Par ailleurs, E. Macron devra, d'ici un an, affronter son premier véritable test électoral avec les élections européennes de mai 2019, suivies par des élections municipales en 2020. Enfin, des événements géopolitiques peuvent à tout moment détourner l'énergie du gouvernement vers d'autres sujets que les réformes structurelles domestiques (notons d'ailleurs à ce sujet que les propositions d'E. Macron pour donner un nouveau souffle à la construction européenne n'ont, jusqu'à présent, rencontré qu'un accueil mitigé en Allemagne et dans les pays d'Europe du Nord).

Il n'empêche, pour l'heure, la détermination du gouvernement à poursuivre son action semble intacte et, sauf nouveaux événements majeurs, il est probable que d'autres mesures du programme présidentiel (ou, d'une façon générale, d'autres mesures pro-offre, appréciées des marchés) devraient bien voir le jour, même si certaines ambitions doivent inévitablement être revues en baisse par rapport aux annonces initiales.

<sup>2</sup> La réforme de l'action publique devrait viser une réduction du nombre des fonctionnaires (un plan de départ volontaire a notamment été évoqué) ainsi que des modifications de leur statut, qui deviendrait plus flexible et permettrait davantage de mobilité d'un secteur de l'Administration à l'autre. La réforme des institutions devrait intégrer, entre autres mesures, une réduction du nombre des parlementaires, des mandats limités dans le temps et un encadrement du droit d'amendement du Parlement. D'autres changements devraient concerner les collectivités locales.

“ La baisse du chômage structurel pourrait ne pas suffire à enrayer la montée des forces politiques contestataires.”

## Flexi-sécurité et politique de l'offre devraient jouer favorablement sur le niveau de la croissance potentielle et du chômage structurel en France

Si l'on se fie aux analyses des organisations internationales, aux bons résultats économiques et sociaux des pays qui les mettent en œuvre depuis longtemps (pays nordiques) et à l'amélioration observée dans les pays qui ont fait au moins des réformes du marché du travail (l'Allemagne et, plus récemment, l'Espagne), de telles mesures combinant politique de l'offre et flexi-sécurité devraient très probablement donner des résultats positifs après quelques années. Aussi, **il ne paraît pas exagérément optimiste d'attendre des politiques d'E. Macron (et de l'effet différé de celles mises en œuvre par son prédécesseur) au moins une légère hausse de la croissance potentielle et une légère baisse du taux de chômage structurel d'ici la fin du mandat présidentiel (2022).**

**Une partie des facteurs de sous-performance de la France par rapport à l'Allemagne (et à d'autres pays de la zone euro) devrait donc être éliminée au fil des prochaines années.** Il est cependant bien difficile de la quantifier, ne serait-ce que parce que les rigidités structurelles de l'économie française sont complexes et multiples, que l'effet de mesures similaires n'est pas identique d'un pays à l'autre et que certains des éléments de la flexi-sécurité, notamment, sont mis en œuvre par le gouvernement français dans une logique différente de celles d'autres pays (le gouvernement donnant notamment l'impression qu'il cherche plus à court-circuiter les syndicats, jugés trop corporatistes, qu'à les associer aux décisions comme le font les pays du Nord).

## Relever le défi de la montée des forces politiques protestataires nécessitera cependant d'autres réformes, notamment sur les marchés de produits et services

**Notons toutefois que si hausse de la croissance et baisse du chômage sont probablement des conditions nécessaires pour enrayer la montée des forces politiques anti-système** (principal défi politique en France comme dans de nombreux autres pays développés), **ils pourraient ne pas y suffire.** Si la population française se voit régulièrement expliquer que le chômage est la source de tous les maux, l'année 2016 a pourtant fourni avec le *Brexit* et la victoire de D. Trump, l'illustration flagrante, dans deux grands pays développés, qu'un taux de chômage au plus bas ne protège pas forcément d'un rejet massif des institutions politiques en place. L'analyse des votes aux États-Unis et au Royaume-Uni a révélé bien d'autres polarisations que celles opposant chômeurs et personnes disposant d'un travail. Or certaines de ces grandes lignes de fractures (notamment territoriales, opposant métropoles bien insérées dans la mondialisation et territoires laissés pour compte) se retrouvent également dans les cartes électorales françaises.

**La réduction de ces fractures territoriales** est un vaste problème dont personne ne connaît, de façon certaine, les solutions (les objectifs précis à poursuivre ne faisant d'ailleurs pas consensus). Cependant, il paraît tout de même probable que des politiques visant à améliorer l'offre de produits et de services (notamment lorsqu'ils ont de fortes implications territoriales), pourraient être, à cet égard, au moins aussi déterminantes que la baisse quantitative du chômage promise (probablement à juste titre) par la flexibilité du marché du travail chère aux organisations internationales. Particulièrement critiques sont probablement, à cet égard, les politiques suivies dans les secteurs de l'urbanisme, des transports, du logement, ou visant la hausse de la qualité ou l'abaissement du coût de certains services sensibles (notamment dans les domaines de l'éducation et de la santé). Or, si le programme d'E. Macron (parfois perçu, ou décrit par ses détracteurs, a contrario, comme le « Président des villes riches ») prévoit bien des efforts dans ces directions (voir encadré p7), il est encore très tôt pour juger de leur contenu réel, de la possibilité de surmonter les résistances qu'elles susciteront et de leur capacité à produire des effets visibles d'ici quelques années.

## Programme d'E. Macron : quelles mesures pour réduire les fractures territoriales ?

Sans qu'elles s'y limitent, les fractures et inégalités territoriales, en France comme dans de nombreux autres pays, se manifestent au moins de deux façons: le prix très élevé des logements dans les centres des grandes métropoles et le sentiment d'abandon des habitants des autres zones (banlieues pauvres, villes moyennes et régions rurales) confrontés à un cercle vicieux de déclin de l'emploi et de dégradation des services publics et privés.

**Concernant le logement dans les zones à forte demande**, le programme d'E. Macron mentionnait notamment: la simplification des normes de construction, la reprise en main, dans certain cas, des règles et permis de construction par l'État (plutôt que par les communes) afin de créer un « choc d'offre » et la modification des règles de location afin de faciliter l'accès au logement pour les jeunes, les personnes en mobilité professionnelle et les personnes souhaitant déménager au sein du parc social.

**Concernant l'amélioration de la desserte des territoires** en services était annoncée une série d'initiatives relevant de **nombreuses politiques sectorielles**: doublement du nombre des « maisons » (centres polyvalents) de services publics et de santé, rénovation urbaine des quartiers difficiles, promotion des formes de mobilité innovantes (économie du partage...) pour réduire les coûts liés à la dépendance à la voiture individuelle, priorité donnée à la rénovation et à la meilleure utilisation des infrastructures existantes (plutôt que de coûteux nouveaux projets), développement de la télémédecine, adaptation des formations médicales aux besoins territoriaux... Plusieurs volets du plan gouvernemental d'investissement de 50 mds d'euros (sur la durée du mandat) concernent ces politiques, par ailleurs indissociables des changements à venir concernant le financement et la gouvernance des collectivités locales.

Depuis l'élection, une **loi logement** est sur le point d'être votée, reprenant certaines dispositions annoncées (avec notamment d'importantes évolutions concernant l'organisation du logement social). Le complexe **chantiers de gouvernance et de financement des collectivités locales**, ainsi que d'autres liés aux transports, aux quartiers difficiles ou à la santé, ont, également, été ouverts, quoiqu'à des degrés divers. Cependant, l'étendue exacte des réformes et des résultats à attendre d'ici quelques années est très incertaine, dans des domaines où les annonces et les créations de nouveaux dispositifs comptent souvent moins que l'application réelle et suivie dans le temps de politiques cohérentes impliquant plusieurs secteurs.

**Aussi, un an après l'élection, l'amélioration de la perception de la France par les marchés financiers nous paraît au moins partiellement justifiée dans la mesure où les réformes déjà mises en œuvre (et de probables nouvelles réformes) permettent bien d'envisager une réduction de la sous-performance française en termes de croissance et de chômage par rapport à d'autres pays développés, notamment l'Allemagne. Cependant, l'action du nouveau gouvernement ne constituera un succès de long terme (de nature à légitimer durablement le regain d'intérêt des investisseurs) que si elle parvient à aussi à réduire les grandes inégalités territoriales qui continuent de faire planer la menace de chocs politiques majeurs d'ici quelques années. Pour cela, il faudra proposer davantage qu'un simple rattrapage macroéconomique, les pays connaissant aujourd'hui des performances meilleures que la France étant souvent confrontés à des défis politiques similaires. Cela devra passer aussi, et peut-être surtout, par l'application (et un indispensable renforcement) des mesures du programme présidentiel portant sur les marchés de biens et de services de nature à réduire ces fractures.**

“Atténuer les fractures territoriales nécessite d'importantes réformes des marchés de biens et de services.”

## Publications récentes

### THEMATIC PAPERS



#### **À la croisée des chemins\_panorama des marchés de taux**

Valentine AINOUZ, Sergio BERTONCINI — Stratégie Crédit

Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change

#### **Brexit\_comment le futur accord commercial va refaçonner le paysage des actifs financiers britanniques**

Didier BOROWSKI — Responsable de la Recherche Macroéconomique

Monica DEFEND — Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

Andrea BRASILI et Tristan PERRIER — Recherche Macroéconomique

Bastien DRUT, Roberta FORTES et Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change

Eric MIJOT et Ibra WANE — Stratégie Actions

Lorenzo PORTELLI — Stratégie Multi-Asset

#### **L'amélioration des fondamentaux des obligations accélère**

Bastien DRUT — Stratégie Taux et Change

#### **Crédit américain contexte macroéconomique porteur : facteurs techniques à surveiller**

Valentine AINOUZ — Stratégie Crédit

#### **Italie-la croissance est de retour**

Andréa BRASILI — Recherche macroéconomique

#### **Comment le QE de la BCE a transformé le marché obligataire souverain européen**

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

#### **La recomposition du FOMC va-t-elle modifier les perspectives de politique monétaire aux États-Unis ?**

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

#### **Impact de la hausse des rendements des obligations sur la valorisation des obligations d'entreprises**

Sergio BERTONCINI — Stratégie et Recherche Économique

#### **Taux de défaut du haut rendement américain : tendances actuelles et perspectives**

Sergio BERTONCINI — Stratégie et Recherche Économique

#### **Les marchés sous-estiment la capacité de la Fed à remonter ses taux**

Valentine AINOUZ, Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

#### **Élections allemandes : continuité attendue... ou presque**

Tristan PERRIER — Stratégie et Recherche Économique



---

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

Mai 2018 | Thematic paper

---

### Avertissement

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](mailto:info@amundi.com)

Amundi, 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 - 437574452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo: iStock by Getty Images – Dennis van de Water

### Rédacteur en chef

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

### Conception et support

Berger Pia, équipe de Recherche

Poncet Benoit, équipe de Recherche

Retrouvez l'ensemble  
de notre expertise sur le site:

[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)