

# Regards sur les marchés

Document destiné principalement à des professionnels | Hebdomadaire | [www.societegeneralegestion.fr](http://www.societegeneralegestion.fr)

## > L'essentiel de la semaine

**Marchés : Baisse des taux développés (en particulier au Royaume-Uni), dépréciation importante de la livre. Marchés d'actions pris de revers par la victoire surprise du Brexit.**

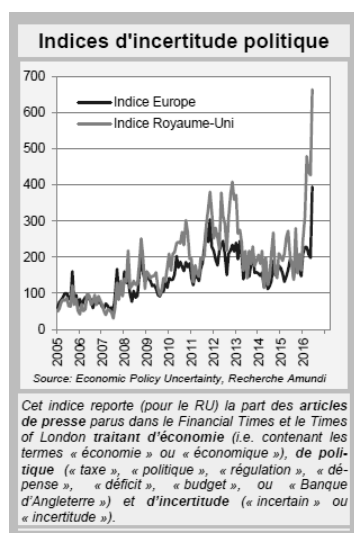
**Etats-Unis : Croissance du PIB du T1 révisée en hausse.**

**Europe : BoE prête à assouplir sa politique monétaire cet été. 150Mds€ de liquidités garanties aux banques italiennes. Taux de chômage espagnol sous les 20 % pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis 6 ans.**

**Marchés émergents (EMEs): Indice PMI manufacturier chinois calculé par Caixin en-deçà des attentes, à 48,6.**

## > L'événement

### Brexit : un choc pour l'économie britannique, un frein pour la reprise zone euro



**Le vote du Brexit est une immense source d'incertitude** : incertitude sur le devenir des relations commerciales entre le RU et l'UE et donc potentiellement sur la localisation future de certains segments d'activité, incertitude politique (Quel premier ministre ? Pour quelle politique et quel modèle de négociation ?), incertitude encore sur l'unité du pays (referendum d'indépendance possible en Ecosse). Une chose est sûre, ces incertitudes ne seront pas levées rapidement. **Les chefs d'Etat et de gouvernement ont été clairs lors du sommet des 29-30 juin** : aucune négociation, même informelle, ne peut commencer tant que le gouvernement britannique n'active pas l'article 50 (qui entérine la procédure de sortie d'un pays de l'UE). Dans le meilleur des cas, l'incertitude à ce sujet se prolongera donc jusqu'au 16 septembre (date du prochain sommet informel de l'UE-27). Mais à peine une semaine après l'élection du leader du parti conservateur qui succèdera à David Cameron comme premier ministre, il est peu probable que le gouvernement britannique se décide.

**Ce choc d'incertitude peut faire tomber l'économie britannique en récession.** Dans la mesure où le RU restera membre à part entière de l'UE pendant encore minimum deux ans, ce n'est pas le canal du commerce qui va affecter l'économie britannique. En revanche, l'absence totale de visibilité va inciter les acteurs économiques à différer leurs projets ou décisions d'achat. On devrait ainsi observer d'ici la fin de l'année :

**> Repli de l'investissement et coup d'arrêt aux embauches.** Le principal déterminant de l'investissement des entreprises est la demande anticipée (qui va chuter). Les projets d'investissement seront donc, quand c'est possible, reportés dans le temps. Il en va de même en ce qui concerne les embauches qui vont vraisemblablement connaître un coup d'arrêt.

> **Une remontée du taux d'épargne des ménages.** Les ménages, craignant pour leur emploi, constituent en règle générale une épargne de précaution. Le taux d'épargne des ménages, qui a beaucoup baissé au cours des dernières années (passant de 9 % en 2012 à 4,2 % en 2015), peut remonter brutalement (rappelons que 9 % correspond à la moyenne du taux d'épargne entre 1996 et 2011). Sans compter que l'inflation induite par la dépréciation de la livre va peser sur leur pouvoir d'achat (les ménages importent en grande partie les biens qu'ils consomment).

> **Une baisse de l'immobilier.** Il y a une bulle sur l'immobilier résidentiel, notamment à Londres. La chute de la demande va faire baisser les prix. La bonne nouvelle est que cela va re-solvabiliser les ménages les moins nantis. Mais cela va parallèlement générer un « effet richesse négatif » qui pèsera lourdement sur la consommation.

**Il ne faut toutefois pas sombrer dans un excès de pessimisme.** L'économie britannique s'est toujours avérée flexible et résiliente face aux chocs. En outre, une grande partie des biens consommés étant importée, l'impact sur le PIB devrait être au final inférieur à celui sur la demande domestique. Et ce d'autant que les exportations devraient bénéficier de la dépréciation de la livre (- 12 % par rapport au 2<sup>nd</sup> semestre 2015). Enfin et surtout, la politique économique va devenir très accommodante : outre la Banque d'Angleterre (cf. analyse ci-dessous) qui va rapidement baisser ses taux d'intérêt, il faut prendre en compte la politique budgétaire. Une fois en place, le nouveau Premier ministre va probablement mener une politique expansionniste (baisses d'impôts). Dans ces conditions, nous anticipons une récession de courte durée (2 trimestres de contraction du PIB, T3 et T4 2016) puis un rebond de la croissance dès le 1<sup>er</sup> semestre 2017, mais sur un rythme plus faible qu'avant le Brexit. **Tout compte fait, nous révisons notre prévision de croissance (en moyenne annuelle) au RU de 1,8 % à 1,1 % en 2016 et de 2,0 % à 0,2 % en 2017 (+ 1,3 % en glissement annuel fin 2017).**

**La reprise dans la zone euro va se poursuivre mais à un rythme affaibli.** Le choc d'incertitude concerne avant tout le RU. Rappelons que la zone euro bénéficiait (avant le Brexit) d'une bonne dynamique conjoncturelle tirée par la demande domestique. Cette dynamique n'est pas fondamentalement remise en cause. A ce stade, les conditions financières demeurent particulièrement accommodantes. L'épisode actuel n'a donc rien en commun avec la récession précipitée par la faillite de Lehman Brothers, ni même avec celle engendrée par la crise des dette souveraines. **L'impact économique direct sur la zone euro transite d'abord par l'exposition commerciale** (biens et services) des pays de l'UE au RU. Mécaniquement, les exportations de la zone euro vers le RU vont chuter en raison de la chute de la demande domestique et de la dépréciation de la livre. Mais la part des exportations vers le RU ne représente que 4% du PIB de la zone euro, ce qui n'est pas suffisant pour faire dérailler la reprise. Ceci dit, il serait imprudent de penser que la transmission des effets néfastes du Brexit se limitera au canal des exportations. Il est très probable que les enquêtes se détériorent avec l'incertitude et que la demande domestique se tasse en zone euro. Nous révisons donc notre prévision de croissance de 1,5 % à 1,2 % en 2017. **Tout compte fait, le Brexit provoquerait donc un ralentissement de la croissance en zone euro, mais sans remettre en cause l'amélioration sur le front de l'emploi.**

**Cette prévision est toutefois assortie d'un biais baissier très significatif.** La crise politique au RU est susceptible d'engendrer une crise politique dans toute l'Europe. On verrait alors le choc de confiance se propager à l'ensemble de la zone euro : la consommation et l'investissement ralentiraient nettement, la croissance pourrait tomber très en deçà de 1 % et le chômage remonter. Un choc de cette nature renforcerait les pressions déflationnistes, obligerait la BCE à faire davantage d'assouplissement monétaire et les gouvernements à mettre en place des programmes de stimulation budgétaire ou fiscale. La balle est dans le camp des chefs d'Etat et de gouvernement. Eux seuls sont aujourd'hui en mesure d'éviter un scénario d'enlisement sur le dossier britannique, de garantir la cohésion de l'UE et de lancer des initiatives qui relancent le projet européen.

## La semaine en un clin d'œil

### AUTRES EVENEMENTS

#### ■ Italie

**La Commission européenne a autorisé l'Italie à garantir au maximum 150 milliards EUR de liquidités aux banques transalpines jusqu'au 31 décembre 2016.** Ce dispositif inclut des mesures de soutien à la liquidité et devrait réduire les craintes de risque systémique. Dans le même temps, plusieurs médias ont fait part d'un possible renforcement du fonds Atlas afin de résoudre le problème des créances douteuses.

## ■ Espagne

**Les deux partis traditionnels arrivent en tête aux élections, la formation d'une majorité gouvernementale reste incertaine.** En Espagne, les élections générales du 26 juin ont permis au Parti Populaire (Conservateur) du Premier Ministre sortant Mariano Rajoy de faire nettement mieux que ce qu'indiquaient les sondages et d'accroître son nombre de sièges (137 contre 123 après les élections de décembre. Le Parti Socialiste (PSOE) fait également mieux qu'attendu : il perd 5 sièges (85 contre 90 auparavant) mais arrive tout de même en deuxième position. La coalition de gauche Unidos Podemos n'arrive qu'en troisième position (71 sièges contre 69 auparavant) soit un résultat très en-dessous des attentes. Enfin, le parti du centre Ciudadanos recule nettement (32 sièges contre 40 auparavant). Cependant, même en construisant une coalition avec Ciudadanos, Mariano Rajoy ne disposerait que de 169 sièges, soit 7 de moins que les 175 nécessaires pour former une majorité gouvernementale. Ce résultat élimine la possibilité d'un scénario, problématique pour les marchés, de gouvernement de gauche au sein duquel Podemos aurait été la force principale. Le plus probable est, à présent, la formation d'un gouvernement de centre-droit PP-Ciudadanos. Cependant, il ne pourra obtenir l'investiture et gouverner effectivement qu'avec le soutien passif du PSOE ou, du moins, d'une partie de ses députés. Pour cela, de longs et difficiles compromis seront nécessaires et un tel gouvernement restera probablement très fragile. Une autre combinaison, beaucoup moins probable mais pas impossible, est celle d'un gouvernement dominé par le PSOE avec le soutien de Podemos et d'une partie des députés des partis régionaux. Enfin, la situation pourrait également rester bloquée, conduisant au maintien du gouvernement actuel d'intérim. Cette éventualité devrait, graduellement, freiner la reprise économique, mais sans causer pour autant de choc de confiance prononcé.

## INDICATEURS ECONOMIQUES

### ■ Zone euro

**Le crédit bancaire poursuit son rebond, l'inflation revient en territoire positif.** Le volume total du crédit aux ménages accélère légèrement en mai, en hausse de + 1,6 % contre + 1,5 % en avril. Il en va de même du crédit aux entreprises non financières, en hausse de + 1,4 % contre + 1,2 %. **L'indice des prix à la consommation** revient en territoire positif en juin, en hausse de + 0,1 % sur un an (contre - 0,1 % en mai). L'indice sous-jacent (hors énergie et alimentation) accélère, pour sa part, légèrement, à + 0,9 % sur un an contre + 0,8 % en mai. Enfin, le taux de chômage a baissé, en mai, à 10,1 % (contre 10,2 % en avril). Pays par pays, le taux de chômage était, en mai, de 4,2 % en Allemagne, de 9 % en France, de 11,5 % en Italie et de 19,8 % en Espagne (en Espagne, il s'agit du premier mois depuis 6 ans en-dessous du seuil de 20 %). La crise politique liée au résultat du référendum britannique survient dans un contexte d'amélioration, en rythme et en qualité, de la reprise économique en zone euro. Nous pensons que celle-ci est assez solide pour continuer malgré tout, même si nous avons revu en baisse nos prévisions (voir édito).

### ■ Etats-Unis

**Croissance du PIB du T1 révisée en hausse.** D'après sa 3<sup>e</sup> estimation, le PIB des Etats-Unis a progressé de +1,1 % (en rythme annualisé) au T1, contre + 0,8 % d'après l'estimation précédente. Cette révision s'explique surtout par une meilleure contribution du commerce extérieur et une chute moins prononcée de l'investissement non résidentiel. Ces éléments ont fait plus que compenser la révision en baisse de la consommation des ménages. Les chiffres trimestriels du PIB américain sont très volatils et ceux du T1 souvent excessivement faibles. Les indications déjà disponibles portant sur le T2 montrent un rebond de court terme, mais la tendance n'en est pas moins, à notre avis, à une décélération progressive de la croissance vers un rythme proche du potentiel de long terme (probablement proche de 1,5 %).

### ■ Japon

**La production du Japon est ressortie nettement inférieure aux anticipations des entreprises et du marché en reculant de 2,3 % entre avril et mai,** frappée de plein fouet par l'appréciation du yen et le tassement des exportations. Les entreprises du secteur manufacturier prévoient un redressement de la production de 1,7 % en juin et 1,3 % en juillet, mais l'enquête qui a débouché sur ces chiffres a été conduite avant que les Britanniques

choisissent de quitter l'UE. De plus, les indices des directeurs d'achats de juin ont fait état d'une dégradation continue sur le front de la production et des nouvelles commandes, et les pressions déflationnistes ne devraient pas faiblir dans un contexte de baisse des prix à la production et des prix des facteurs de production. Les investisseurs, qui sont par nature assez impatients, devraient de plus en plus anticiper une intervention de la Banque du Japon à sa réunion de juillet, car toutes ces informations justifient un nouvel assouplissement de la politique monétaire. Au contraire, une posture attentiste de la BoJ risquerait d'entraîner une appréciation du yen contre le dollar et de conforter la défiance existant envers l'efficacité des politiques monétaires.

## ■ Chine

**L'indice PMI manufacturier officiel chinois pour le mois de juin a été en ligne avec les prévisions à 50,0, poursuivant sa tendance haussière pour le 4e mois consécutif. L'indice PMI manufacturier chinois calculé par Caixin pour le mois de mars est ressorti en-deçà des attentes, à 48,6 (contre un consensus et un chiffre antérieur de 49,2).** La croissance du PIB réel au deuxième trimestre semble légèrement inférieure à celle du premier trimestre 2016. Nous continuons à penser que l'économie chinoise s'approche de son creux (qu'elle se stabilise) et que cette tendance va perdurer en 2016 et 2017, et ce en raison de l'impact décalé des mesures d'assouplissement agressives prises en 2015 et début 2016, et des mesures monétaires et budgétaires potentielles à prévoir à partir de 2016. Une reprise en forme de U nous semble toutefois improbable.

## POLITIQUE MONETAIRE

### ■ BoE

**La BoE se déclare prête à assouplir sa politique monétaire cet été.** « Sans préjuger de la vision des autres membres du MPC », Mark Carney a déclaré jeudi que la détérioration des perspectives économiques pourrait justifier un assouplissement de sa politique monétaire cet été. Le prochain comité de politique monétaire (MPC) aura lieu le 14 juillet et la BoE abaissera ses taux directeurs. En cas de détérioration plus marquée de l'activité, la BoE pourrait renouer avec des politiques monétaires non conventionnelles.

## MARCHES FINANCIERS

### ■ Obligations souveraines

**Les taux développés continuent à baisser, la baisse étant très marquée dans le cas du Royaume-Uni.** Le taux 10 ans britannique est en baisse de quasiment 60 pb depuis la fin mai, ayant repris le chemin de la baisse avec les déclarations de Mark Carney jeudi (voir politique monétaire). Au passage, notons que l'agence S&P a abaissé de deux crans la notation du Royaume-Uni, en le passant de AAA à AA alors que Fitch l'a dégradé d'un cran, de AA+ à AA. S&P a également abaissé la note de l'Union Européenne de AA+ à AA. Le taux 10 ans américain a touché cette semaine son plus bas niveau depuis 2012 et le taux 10 ans allemand a atteint un nouveau plus bas historique. Les spreads souverains se sont fortement contractés, surtout en Espagne pour laquelle les élections législatives ont vraisemblablement rassuré les marchés, mais restent au-dessus de ces derniers trimestres. Malgré les déclarations de Mark Carney, les taux britanniques sont encore susceptibles de baisser car il est probable que les marchés se mettent à se poser la question d'une possible introduction de taux négatifs par la BoE. L'un des éléments très importants de la semaine concerne les fuites dans la presse portant sur la modification de la structure du QE de la BCE : selon celles-ci, l'Eurosystème n'achèterait plus des obligations au prorata du poids des pays au capital de la BCE mais au prorata des poids de dette publique. Cela serait très positif pour les obligations périphériques, et en particulier pour les obligations portugaises et italiennes.

### ■ Taux de change

**La livre est de loin la devise qui se déprécie le plus sur la semaine,** dans le sillage des résultats du référendum britannique du 23 juin. La parité EUR/GBP est sur un plus haut depuis plus de deux ans, à 0,84. Cela dit, l'essentiel

de la baisse de la livre sur la semaine s'est faite lundi avant une très légère appréciation sur le reste de la semaine puis une rechute jeudi après les déclarations de Mark Carney (voir politique monétaire). Les devises Latam rebondissent. En particulier, le real brésilien gagne environ 5% face au dollar sur la semaine. La parité USD/CNY est au plus haut depuis décembre 2010. Notons que des articles font état de la volonté supposée des autorités chinoises d'atteindre un niveau de 6,80 pour la parité USD/CNY en fin d'année. Le dollar s'est apprécié après le vote sur le Brexit mais il n'existe pas de catalyseur permettant à cette appréciation d'être durable. Le dollar pourrait repartir à la baisse si la Fed renonçait à son cycle de hausse de taux. La livre a lourdement chuté après le vote sur le Brexit. Bien qu'elle soit sous-évaluée d'après de nombreux modèles, elle pourrait continuer à baisser davantage dans les semaines à venir, surtout si les anticipations de QE de la BoE se font plus fortes.

## ■ Crédit

**Les spreads ont continué de s'écarter ce lundi, poursuivant la tendance entamée au lendemain du vote sur le Brexit** ; puis ils se sont resserrés au cours de la semaine dans le sillage du redressement partiel d'autres actifs risqués. Les chiffres publiés par la BCE le vendredi 24 mai indiquent que la Banque centrale a accéléré ses achats d'obligations d'entreprise : d'abord 348 millions d'euros le premier jour du programme, puis 380 millions d'euros par jour en moyenne pendant la première semaine complète, clôturée le 17 mai, avant d'atteindre en moyenne 600 millions d'euros par jour pendant la semaine du vote britannique. Comme au cours des semaines précédentes, les CDS ont été plus volatils que les obligations au comptant, et parmi les émissions d'entreprise, les industrielles ont été plus stables que les financières. Par rapport aux autres actifs risqués, les obligations d'entreprise bénéficient de l'accélération des achats de la BCE dans un contexte de ralentissement de l'activité du marché primaire, ralentissement dû aux incertitudes entourant le référendum britannique. Il est probable que les obligations éligibles aux achats de la BCE surperforment quand la volatilité s'accroîtra de nouveau. Les rendements des emprunts d'État du cœur de la zone euro ont nettement reculé, tout comme d'ailleurs ceux des obligations d'entreprise : à l'heure où nous écrivons, 6 % de la dette émise par le secteur privé présente un rendement inférieur à zéro. La quête de rendement favorisée par la BCE est en marche et ne devrait pas s'arrêter de sitôt.

## ■ Actions

**La victoire surprise du Brexit a pris de revers le marché.** Après bien des attermoissements compte tenu de l'indécision des sondages, le marché s'était soudain emballé quelques jours avant les élections. Du 16 au 23 juin dernier - soit de l'assassinat de Jo Cox au référendum - MSCI EMU et UK avaient en effet tous deux progressé d'environ 7 %, plus 5 % supplémentaires pour la Livre britannique. De nombreux investisseurs ayant été pris de court par le résultat du référendum, ceci a entraîné une chute brutale des actifs risqués et un repli sur les placements refuges les deux jours ouvrés suivants. A lundi soir, au pic de la crise, MSCI EMU et UK plongeaient respectivement de 11 % et 6 % par rapport au 23 juin et la Livre chutait en sus de 11 %. Mardi et mercredi, les marchés d'actions ont regagné une partie du chemin perdu. Le MSCI EMU ne perdait « plus que » 6 % par rapport au 23 juin et le MSCI UK avait même légèrement dépassé à nouveau son point de départ, nonobstant la baisse résiduelle de 9 % de la Livre. A partir de jeudi cependant, les marchés sont entrés dans une nouvelle phase d'attente. La motion de défiance des députés travaillistes à l'égard de leur leader, J. Corbyn, ou la non candidature de B. Johnson à la succession de D. Cameron, soulignant à l'envie l'imbroglio de la nouvelle situation politique au Royaume-Uni. L'impréparation manifeste des leaders britanniques se conjuguant à la complexité des processus de décision de l'UE, la situation post référendum n'a pas fini de réserver son lot de rebondissements. Pour autant, à ce stade **il s'agit plus d'un choc politique qu'économique** (du moins pour l'UE 27, cf. édito). Par ailleurs, à la différence de 2008, **la liquidité bancaire n'a pas été menacée**. Dans ce contexte, il n'y a pas lieu céder à la panique. **L'indécision pourrait cependant continuer de peser plusieurs mois sur les marchés d'actions européens, ce qui devrait principalement bénéficier aux marchés émergents.** Au plan sectoriel en Europe, dans le cadre du Brexit, **les secteurs défensifs** (Santé, Télécom, Alimentation Boisson, Tabac) **et / ou très internationaux** (Energie, Semis, Tech..) **devraient continuer de surperforer les secteurs cycliques** de surcroît exposés au UK comme les Financières, l'Automobile, les Services aux consommateurs et le Retailing.

**> Aperçu sur les marchés**

Marchés d'actions	01/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	2099	3,0%	0,0%	2,7%
Eurostoxx 50	2884	3,9%	-5,1%	-11,7%
CAC 40	4273	4,1%	-4,5%	-7,8%
Dax 30	9762	2,1%	-4,3%	-9,1%
Nikkei 225	15682	4,9%	-7,5%	-17,6%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	834	3,5%	3,3%	5,0%
Matières premières - Volatilité	01/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	49	2,0%	-0,7%	32,5%
Or (\$/once)	1336	1,5%	10,1%	25,8%
MX	15	-10,4	1,2	-2,9
Marché des changes	01/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,11	0,3%	-0,4%	2,7%
USD/JPY	103	0,4%	-6,3%	-14,9%
EUR/GBP	0,84	3,0%	7,9%	13,5%
EUR/CHF	1,08	0,3%	-1,9%	-0,3%
Marchés des taux	01/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,29	+3 bp	+4 bp	-17 bp
Euribor 3M	-0,29	-1 bp	-3 bp	-16 bp
Libor USD 3M	0,65	+2 bp	-4 bp	+3 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,65	-1 bp	-13 bp	-30 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	-0,13	-8 bp	-26 bp	-75 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,56	-7 bp	-34 bp	-49 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,42	-14 bp	-42 bp	-85 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	01/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+29 bp	-14 bp	-5 bp	-7 bp
Autriche	+31 bp	-9 bp	+13 bp	+4 bp
Pays-Bas	+19 bp	-7 bp	-2 bp	+3 bp
Finlande	+26 bp	-8 bp	--	-3 bp
Belgique	+32 bp	-14 bp	-5 bp	-2 bp
Irlande	+60 bp	-28 bp	-7 bp	+7 bp
Portugal	+318 bp	-23 bp	+20 bp	+129 bp
Espagne	+126 bp	-42 bp	-10 bp	+12 bp
Italie	+135 bp	-26 bp	+10 bp	+38 bp
Marchés du crédit	01/07/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+81 bp	-12 bp	+7 bp	+4 bp
Itraxx Crossover	+356 bp	-34 bp	+41 bp	+41 bp
Itraxx Financials Senior	+106 bp	-19 bp	+14 bp	+29 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

**Avertissement****Achevé de rédiger le 01/07/2016 à 15 heures** - Directeur de la publication : Michel Pelosoff - Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

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 « Régulation 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. Société Générale Gestion n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Société Générale Gestion 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 de Société Générale Gestion, 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 de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Copyright Groupe Amundi.

**SOCIETE GENERALE GESTION**

90, BLD PASTEUR 75015 PARIS

SA au capital de 567 034 094 EUR - 491 910 691 RCS Paris

Société de gestion de portefeuille agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le numéro GP-09000020

[societegeneralegestion.fr](http://societegeneralegestion.fr)