

Regards sur les marchés

Document destiné principalement à des professionnels | Hebdomadaire | www.societegeneralegestion.fr

> L'essentiel de la semaine

US : Rebond de la production industrielle, légère baisse de régime dans la construction.

Europe : Négociations difficiles en vue d'éviter le « Brexit ».

EM : Pétroliers : ratings en baisse et accord en vue sur la production. Statistiques contrastées en Chine, recul des prix de gros indiens, amélioration surprise des chiffres russes et indicateurs d'activité préoccupants au Brésil.

Marchés : Taux allemands en baisse, très bonnes performances des devises matières premières. Rebond des marchés d'actions et léger resserrement des spreads de crédit.

> L'événement

La politique monétaire de la BCE a atteint un point d'inflexion

Ce début d'année a été caractérisé par une résurgence de la volatilité. Les inquiétudes des investisseurs s'expliquent par la faiblesse de la croissance mondiale, un possible ralentissement plus prononcé de l'économie chinoise et la chute des prix du pétrole. Les banques centrales ont réussi à enrayer la crise des subprimes de 2008, puis la crise de la dette souveraine de 2011 grâce à des mesures non conventionnelles de politique monétaire exceptionnellement accommodantes. Nous nous interrogeons aujourd'hui sur les limites de la capacité de soutien de la BCE à l'économie. A certains égards, les effets positifs du cocktail QE et taux de dépôt négatif ont pris fin : la politique monétaire de la zone euro est à un point d'inflexion.



Les mesures monétaires non conventionnelles traditionnelles ont affaibli la capacité des banques à générer du profit. Mario Draghi a évoqué à de multiples reprises que les profits des banques n'étaient pas de son ressort. La baisse historique des rendements de la dette des Etats et le passage du taux de la rémunération des dépôts en territoire négatif pourraient devenir un problème supplémentaire pour les entreprises du secteur financier en érodant leurs marges. Ces mesures pourraient même inciter les banques à durcir leurs conditions de financement. Rappelons que la baisse du taux de facilité de dépôt devait à l'origine encourager les banques à prêter à l'économie leurs réserves excessives auprès de la banque centrale. La BCE se trouve maintenant face à un dilemme. **Les conditions de financement se sont durcies sur le marché obligataire corporate.** Les volumes observés sur le marché primaire Euro HY ont fortement baissé. La prime de risque exigée par les investisseurs a fortement augmenté pour les émetteurs les plus endettés. **La zone euro peut de moins en moins jouer sur l'affaiblissement de son taux de change.** La dépréciation

de l'euro est limitée par des excédents commerciaux importants, les perspectives de croissance plus faibles pour les marchés émergents et plus récemment les signes de fragilité de l'économie américaine. Le canal du taux de change est de toute manière transitoire. Le cours du taux de change effectif de l'euro s'est renforcé de 7 % depuis la dernière baisse des taux de dépôt.

En ce début d'année, les risques à la baisse se sont à nouveau accentués. Confronté à une dynamique d'inflation plus faible que prévue, Mario Draghi a affirmé à maintes reprises que la BCE n'hésitera pas à agir. Mais les investisseurs sont de plus en plus perplexes sur la forme (et l'impact) des actes de la BCE :

- **Une accélération du rythme d'achat des obligations souveraines** pénaliserait l'Allemagne dont le taux 10 ans est passé sous 0,2 %. Une solution pourrait être que la BCE ne réalise plus ses achats en fonction de la répartition des pays membres au capital de la BCE.
- **Une baisse du taux de réserve** est anticipée par les marchés, mais nous sommes très sceptiques sur l'impact négatif de cette mesure sur le secteur bancaire.
- **Un soutien plus direct au financement des entreprises** via une diversification des rachats de dette pourrait surprendre positivement le marché.

Pour conclure, rappelons que la politique monétaire expansionniste ne permet pas de corriger un déficit de demande. Son action pour redresser l'inflation est en effet dans cette configuration limitée et permet surtout d'acheter du temps. Nous devons aujourd'hui être vigilants sur les dommages collatéraux générés par ces mesures.

La semaine en un clin d'œil

AUTRES EVENEMENTS

■ Producteurs de pétrole

Le 17 février, Standard and Poor's a dégradé la note souveraine de plusieurs pays producteurs de pétrole :

La note de l'Arabie Saoudite a été réduite de deux crans de A+ à A- /avec perspective stable ; celle de Bahreïn de deux crans, de BBB- à BB/ avec perspective stable ; celle d'Oman de deux crans, de BBB+ à BBB-/ avec perspective stable ; et celle du Kazakhstan d'un cran, de BBB à BBB-, avec perspective négative. Ces dégradations ne sont pas surprenantes compte tenu des fortes révisions à la baisse des prévisions des prix du pétrole ces derniers mois. Si la faiblesse des prix du pétrole persiste, elle entraînera une détérioration de la qualité du crédit de ces États du point de vue de la balance des paiements et des comptes budgétaires. Comme les prix du pétrole semblent continuer à baisser, d'autres agences de notation vont probablement réviser à la baisse les notes de ces pays producteurs.

■ Emergents

Arabie Saoudite, Russie, Venezuela et Qatar se sont réunis ce mardi 16 février en vue de trouver un accord pour soutenir les prix du pétrole. Ces pays se sont mis d'accord pour geler leur production aux niveaux de janvier à condition pour l'Arabie Saoudite que l'Iran dise oui. A noter que l'Irak et l'Iran n'avaient pas souhaité participer à cette discussion. Même si l'Iran n'a pas fermé la porte aux discussions, il n'a pas donné son accord arguant des sanctions qui lui avaient été imposées. Même s'il s'agit là d'une avancée majeure, cet accord est loin d'être signé. Par ailleurs, il n'en demeure pas moins qu'il permettra au mieux d'éviter une nouvelle jambe de baisse. En effet, avec des niveaux de production équivalents à ceux de janvier et l'arrivée sur le marché du pétrole iranien, l'offre demeurera excédentaire et dans la mesure où le principal importateur de matières premières, la Chine, continue de décélérer, la demande devrait rester relativement atone.

■ Europe

Négociations difficiles en vue d'éviter le « Brexit ». Vendredi 19 en milieu d'après-midi, les chefs d'Etat et de gouvernement de l'Union Européenne n'étaient toujours pas parvenus à s'accorder au sujet des concessions réclamées par le gouvernement britannique pour inciter ses électeurs à se prononcer, lors d'un référendum prévu ultérieurement, sur le maintien du pays dans l'Union. Ces concessions portent notamment sur la possibilité pour le

Royaume-Uni de contester des décisions concernant la zone euro si elle les juge contraires à ses intérêts, sur les droits sociaux des immigrés en provenance de l'Union Européenne, sur les prérogatives des parlements nationaux et sur le principe d'une « Union sans cesse plus étroite ». Le référendum aura probablement lieu le 23 juin. Si aucun accord n'est trouvé, les négociations se poursuivront probablement lors d'un autre sommet. En cas d'accord, le référendum aura probablement lieu le 23 juin. Les sondages indiquent, pour l'heure, que son résultat pourrait être très serré. Cette perspective pourrait être un important facteur de volatilité sur les marchés (notamment les devises). En cas de « Brexit » (sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne), les conséquences économiques, à court terme comme à long terme, seront probablement négatives (quoique difficiles à chiffrer), avant tout pour le Royaume-Uni mais aussi pour la zone euro. L'un des plus gros enjeux est le statut de la place financière de Londres. Du point de vue politique, il s'agira d'un événement majeur car un itinéraire de sortie aura été tracé (alors que l'appartenance à l'Union Européenne était jusqu'à présent présumée irrévocable). Il va sans dire que cela pourra faire des émules, incitant d'autres pays (et, surtout, des forces politiques contestataires) à vouloir suivre l'exemple britannique. A l'inverse, il est possible que la zone euro soit alors incitée à renforcer certains de ses mécanismes tendant vers plus de fédéralisme.

INDICATEURS ECONOMIQUES

■ Monde

L'OCDE abaisse ses prévisions de croissance. L'OCDE a abaissé sa prévision de croissance économique mondiale pour 2016 à 3 % (contre 3,3 % lors de la publication de ses dernières prévisions datant de novembre). La prévision pour les Etats-Unis est abaissée à 2 % (contre 2,5 % précédemment) et celle pour la zone euro à 1,4 % (contre 1,8%). Concernant les grands pays émergents, l'institution laisse inchangée sa prévision pour la Chine (6,5 %), remonte légèrement celle concernant l'Inde (7,4 % contre 7,3 %) mais abaisse fortement celle concernant le Brésil (- 4 % contre - 1,2 %). L'OCDE indique notamment que, dans un contexte de politique monétaires déjà très accommodantes, il est nécessaire de soutenir la croissance par des mesures budgétaires et des réformes structurelles. L'OCDE explique ses révisions, entre autres facteurs, par l'insuffisance constatée de la demande, et notamment de l'investissement, que le faible coût du capital ne parvient pas à stimuler. Notons que les prévisions chiffrées de notre scénario central (+ 2 % en 2016 pour le PIB des Etats-Unis, + 1,5 % pour la zone euro) sont désormais proches de celles de l'OCDE. Concernant la zone euro, l'OCDE est, cependant, nettement plus pessimiste que nous concernant l'Allemagne (1,3 % contre 1,6 %).

■ Etats-Unis

Rebond de la production industrielle, légère baisse de régime dans la construction. La production industrielle a rebondi de + 0,9 % en janvier, après un recul plus fort qu'initialement annoncé en décembre (- 0,7 %). La production manufacturière progresse, pour sa part de + 0,5 %. Le taux d'utilisation des capacités rebondit également à 77,1 % (contre 76,5 % en décembre). L'indice **NAHB** (confiance des promoteurs immobiliers) recule, en février, à 58 contre 61 en janvier. Les **mises en chantier** déçoivent en janvier, à 1099K (contre 1173K attendu et 1143K en décembre). **Les permis de construire** sont, pour leur part, en ligne avec les attentes (1202K, contre 1200K attendu et 1204K en décembre). Après avoir accumulé les mauvaises nouvelles au cours des derniers mois, l'industrie donne à présent des signes de stabilisation. Malgré des chiffres un peu moins bons qu'attendu, les indicateurs portant sur la construction restent sur des niveaux relativement élevés, montrant que ce secteur va probablement rester, en 2016, un moteur important pour la croissance américaine.

■ Japon

Le PIB réel du Japon au quatrième trimestre a reculé de 1,4 % (en glissement trimestriel annualisé), plus que la prévision de - 1,2 % du consensus. Ce chiffre reflète la morosité de la consommation, qui représente 60 % environ du PIB. Toutefois, l'indice Topix a bondi de 8,0 % le jour de la publication du rapport. Le moral des ménages a bien résisté grâce à la hausse régulière des salaires, mais la consommation privée a néanmoins baissé de 3,3 %. En raison du repli des cours pétroliers, les dépenses des ménages consacrées au carburant, à l'électricité et à l'eau ont pesé sur le PIB, mais les dépenses d'habillement ont encore plus diminué, conséquence des températures exceptionnellement clémentes liées au phénomène El Niño dans l'océan Pacifique. Grâce à la résilience de la consommation touristique, les exportations nettes sont restées en territoire positif, car même si les services représentent une part réduite du total des exportations, ils ont constitué leur principal moteur et permis de

contrebalancer légèrement le ralentissement des ventes de machines en Asie. Les investissements privés non résidentiels sont restés stables (+ 5,7 % au 4^e trimestre après + 2,9 % au 3^e). Il reste maintenant à voir si les perturbations des marchés ces dernières semaines affecteront la formation de capital du secteur manufacturier. Les commandes de machines ont progressé en décembre (en hausse de 4,2 % par rapport à novembre), mais ce chiffre est à comparer avec leur net repli au mois de novembre (-14,4 % par rapport à octobre). La tendance trimestrielle est identique (hausse de 4,32 % en glissement trimestriel au 4^e trimestre après une baisse de 10 % au 3^e), le ralentissement économique mondial ayant pesé sur l'ensemble du secteur des machines et sur celui des appareils électriques/électroniques. Pour l'instant, les entreprises prévoient d'accélérer leurs commandes au 1^{er} trimestre 2016 (+8,6 % en glissement trimestriel), mais un tassement retardé des dépenses d'investissement n'est pas à exclure.

■ Chine

Les statistiques économiques chinoises ont été contrastées en janvier. S'agissant du commerce, la croissance des exportations en glissement annuel (GA) en janvier est ressortie inférieure aux prévisions, à - 11,2 % (vs. un consensus de - 1,8 % et un chiffre précédent de - 1,4 %), tandis que la croissance en GA des importations a également surpris à la baisse, à - 18,8 % (vs. un consensus de - 3,6 % et un chiffre précédent de - 7,6 %). Concernant la masse monétaire, l'indicateur M2 est ressorti au-delà des attentes, à 14 % (vs. un consensus de 13,5 % et un chiffre précédent de 13,3 %), tandis que le financement social total s'est révélé plus élevé que prévu à 3 420,0 milliards CNY (vs. un consensus de 2 200 milliards et chiffre précédent de 1815,1 milliards). Sur le front de l'inflation, l'IPC en GA a été plus faible que prévu (1,8 % vs. un consensus de 1,9 % et un chiffre précédent de 1,6 %) et l'IPP a été plus élevé que prévu, à - 5,3 % (vs. un consensus de - 5,4 % et un chiffre précédent de - 5,9 %). Nous prévoyons que l'économie chinoise atteindra un point bas à court terme depuis début octobre ; les données de janvier continuent donc à corroborer notre opinion. Parmi ces publications de statistiques, les trois indicateurs macroéconomiques les plus importants s'améliorent : M2, le financement social total et, surtout, l'IPP, qui s'est stabilisé à - 5,9 % pour le 5^e mois consécutif, et qui a fini par s'améliorer. Selon nous, les statistiques macroéconomiques vont continuer à s'améliorer en Chine grâce à l'impact des nombreuses mesures agressives mises en place et d'un nouvel assouplissement potentiel des politiques.

■ Brésil

L'indicateur d'activité économique est ressorti au plus bas à - 6,51 % en ga. L'indicateur de PIB mensuel s'est contracté de 4,1 % en 2015 de sorte que l'acquis pour 2016 est de - 3,3 % en ga. Eu égard à l'environnement économique et politique actuel, la dégradation de la note souveraine brésilienne par S&P ajoute une source supplémentaire de stress financier reportant à un horizon encore plus lointain la possibilité de sortie de crise. Forts de ces derniers chiffres, de nombreux acteurs de marché ont revu une fois encore leur prévision de croissance à la baisse. Notre prévision d'une récession de - 2,5 % en 2016 apparaît ainsi au-dessus du consensus actuel qui se situe à - 3 %. Les incertitudes mondiales sont telles que les risques sont bien évidemment baissiers. L'OCDE et le FMI ont également révisé leurs prévisions et se montrent encore plus négatifs que le consensus prévoyant une récession pour 2016 comprise entre - 3,5 et - 4 %.

■ Russie

De nombreux indicateurs économiques pour janvier sont ressortis en nette amélioration par rapport au mois de décembre, constituant ainsi une surprise positive pour les marchés. La production industrielle en janvier a ainsi enregistré une baisse de - 2,7 % en ga, inférieure au mois précédent (- 4,5 %). Les ventes au détail sont passées de - 15,7 % en ga en décembre à - 7,3 % en ga en janvier. Les salaires réels ont également moins baissé : - 6,1 % en ga en janvier contre - 8,4 % en décembre. Enfin, le chômage a lui aussi enregistré une légère amélioration : 5,3 % en janvier contre 5,7 % le mois d'avant. Même si ces indicateurs conjoncturels sont plutôt encourageants, certains secteurs notamment pétrolier et minerais continuent de souffrir. Tant que les prix du pétrole demeurent aussi bas, la reprise de l'économie russe restera fortement contrainte.

MARCHES FINANCIERS

■ Obligations souveraines

Les taux allemands de nouveau à la baisse. Le taux 10 ans allemand est revenu à 0,20%, soit une dizaine de points de base au-dessus de son plus bas historique. Les spreads italiens et espagnols sont restés relativement stables tandis que le spread portugais a fortement baissé après son pic de la semaine précédente. La baisse des

taux allemands s'explique en partie par l'anticipation de taux courts plus négatifs. Cela dit, cette baisse paraît exagérée. Nous restons confiants sur les obligations italiennes et espagnoles. Les taux américains devraient remonter au cours de l'année mais seulement faiblement.

■ Taux de change

Les devises de pays producteurs de matières premières ont affiché de très bonnes performances durant la semaine face au dollar. En particulier, le rand sud-africain et le peso mexicain se sont appréciés de plus de 3 % et le rouble russe de 2,7 %. Le taux de change EUR/USD a vu sa dynamique faiblir après les niveaux élevés de la semaine dernière (1,13) et s'est déprécié de 1,1 % pour revenir à 1,11. Le yen est resté relativement stable pour sa part. L'appréciation des devises liées aux matières premières provient d'un accord surprise conclu cette semaine entre l'Arabie Saoudite et d'autres grands pays producteurs de pétrole (voir ci-dessus). Les marchés ont salué cette initiative, jugeant qu'il pouvait s'agir d'un premier pas vers la stabilisation des cours pétroliers. Remarque à propos du peso mexicain : Il convient de souligner qu'un facteur spécifique a aussi nettement contribué à l'appréciation du peso : à l'occasion d'une réunion non planifiée, la Banque centrale mexicaine a créé la surprise en adoptant trois nouvelles mesures, à savoir le relèvement du taux directeur de 50 pb à 3,75 %, voté à l'unanimité, la réduction des dépenses publiques à hauteur de 0,7 % du PIB, essentiellement via Pemex, la compagnie pétrolière contrôlée par l'État, et l'abandon du programme d'adjudications de dollars fondé sur des règles au profit d'interventions ponctuelles à la discrétion des autorités, en vue de stabiliser le peso quand ce sera nécessaire. Ces décisions ont été prises moins de deux semaines après la réunion officielle de la banque centrale (le 4 février), pendant laquelle le comité de politique monétaire avait opté pour le maintien du taux directeur à 3,25 %. Il est probable que la banque soit revenue sur sa décision en partie à cause de la dépréciation continue du peso liée au repli des cours pétroliers, celle-ci contribuant à renforcer les anticipations d'inflation. Le peso mexicain a vivement réagi en s'appréciant de 2,7 % face au dollar américain pendant cette même journée (passant de 18,88 à 18,36) et a maintenu la tendance pendant toute la semaine. La banque centrale mexicaine a clairement démontré qu'elle souhaitait préserver les fondamentaux de l'économie et qu'elle était prête à intervenir pour défendre sa devise. Par conséquent, même si les autorités ont déclaré que leur intervention ne signalait pas le début d'un cycle de resserrement monétaire, on peut s'attendre à d'autres relèvements du taux de référence en cas de nouvelle dépréciation du peso, notamment sous l'effet du repli continu des prix du pétrole.

■ Crédit

Parallèlement à un rebond des actions, les spreads se sont légèrement resserrés sur le marché du crédit, tant sur les obligations physiques que sur les titres dérivés. Les obligations HY des deux côtés de l'Atlantique ont performé jusqu'à jeudi, dans le sillage également de la stabilisation des prix du pétrole et des matières premières. Le compte-rendu de la réunion de la Fed a confirmé la prudence accrue des autorités quant au timing de normalisation des taux d'intérêt, alors que celui de la BCE a insisté sur l'engagement de l'institut d'émission européen à prendre de nouvelles mesures de relance si celles-ci se révélaient nécessaires. Les variations des prix du pétrole restent le principal déterminant de l'évolution quotidienne des actifs risqués. Toutefois, la stabilisation des prix du brut la semaine dernière a surtout contribué à une légère diminution de l'aversion pour le risque des investisseurs. Les facteurs techniques restent mal orientés, avec une activité très morose sur les marchés primaires. Depuis quelques mois, les secteurs affichant les bêtas les plus élevés ont été les moins actifs sur les marchés primaires. En janvier, les émissions d'obligations IG en euro ont enregistré leur début d'année le plus lent depuis la création de la zone euro. S'agissant de la dette financière, les obligations sécurisées ont vu leur poids augmenter dans le total des nouvelles émissions, témoignant de l'ampleur du retour de l'aversion pour le risque sur les marchés du crédit également. Ces tendances font certainement partie des éléments étudiés par la BCE pour déterminer ses prochaines décisions de politique monétaire, et elles vont probablement contribuer de manière indirecte à de nouvelles mesures de soutien lors de la prochaine réunion.

■ Actions

Rebond des marchés d'actions, Japon et zone euro en tête. L'appétit pour le risque est nourri par l'accueil bienveillant de l'Iran à la proposition d'un plan pour contrôler les niveaux de production de pétrole, et la publication des minutes du dernier FOMC, qui explicitent la position attentiste de la Fed. Les facteurs de stabilisation des marchés d'action sont encore bien fragiles et nécessiteront d'être consolidés par des déclarations du G20 à venir (25/26 février) et/ou une intervention bien ciblée de Mario Draghi en Mars pour rassurer sur les banques. A noter que le Prix sur actif net des banques européennes, qui était monté à 1 au plus haut de 2015, est déjà retombé à 0.65. Il se rapproche rapidement de son plus bas de 0.5 atteint en 2009 et 2011.

> Aperçu sur les marchés

Marchés d'actions	19/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
S&P 500	1905	2,1%	1,2%	-6,8%
Eurostoxx50	2849	3,4%	-4,4%	-12,8%
CAC 40	4190	4,9%	-1,9%	-9,6%
Dax30	9333	4,1%	-3,4%	-13,1%
Nikkei 225	15967	6,8%	-6,3%	-16,1%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	746	4,9%	4,5%	-6,0%
Matières premières - Volatilité	19/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Pétrole (Brent, \$/baril)	33	-0,5%	15,4%	-10,9%
Or (\$/once)	1230	-0,7%	13,1%	15,9%
VIX	22	-3,0	-3,6	4,2
Marché des changes	19/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EUR/USD	1,11	-1,3%	1,8%	2,3%
USD/JPY	113	-0,3%	-4,0%	-6,4%
EUR/GBP	0,78	0,3%	1,1%	5,6%
EUR/CHF	1,10	0,0%	0,5%	1,2%
Marchés des taux	19/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
EONIA	-0,24	--	--	-12 bp
Euribor 3M	-0,20	-2 bp	-6 bp	-7 bp
Libor USD 3M	0,62	-	--	+1 bp
Taux 2 ans (Allemagne)	-0,53	-2 bp	-14 bp	-19 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	0,20	-7 bp	-35 bp	-43 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	0,73	+2 bp	-14 bp	-32 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	1,74	-1 bp	-31 bp	-53 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	19/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
France	+37 bp	-3 bp	+5 bp	+1 bp
Autriche	+31 bp	-2 bp	+7 bp	+4 bp
Pays-Bas	+14 bp	-2 bp	+2 bp	-3 bp
Finlande	+30 bp	-4 bp	+6 bp	+1 bp
Belgique	+49 bp	-4 bp	+20 bp	+15 bp
Irlande	+76 bp	-2 bp	+19 bp	+24 bp
Portugal	+326 bp	-22 bp	+104 bp	+137 bp
Espagne	+153 bp	+6 bp	+38 bp	+39 bp
Italie	+139 bp	-	+38 bp	+42 bp
Marchés du crédit	19/02/2016	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 31/12/15
Itraxx Main	+114 bp	-6 bp	+17 bp	+36 bp
Itraxx Crossover	+452 bp	-10 bp	+74 bp	+138 bp
Itraxx Financials Senior	+123 bp	-4 bp	+33 bp	+47 bp

Source : Bloomberg, Stratégie Amundi

Données actualisées à 15h00

Avertissement

Achevé de rédiger le 19/02/2016 à 15 heures - Directeur de la publication : Michel Pelossoff - 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