Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

22 février 2021

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

Entre pénuries, trocs et normes

C'est un comble ! Alors même que le rebond mécanique en 2021 des indices de production peut sembler poussif, apparaissent déjà des goulets d'étranglement qui confortent le diagnostic de cas de dépendances malsaines et d'abandons de souveraineté. On assiste en effet à une pénurie de composants électroniques qui a déjà conduit par endroit à la paralysie de chaînes de production, notamment automobiles. Pénurie de semi-conducteurs aggravée par celle des « conteneurs » dont les coûts d'expédition au départ de l'Asie ont quintuplé depuis un an et les délais de livraison ont dangereusement rallongé. Un blocage pour les constructeurs automobiles d'autant plus frustrant, qu'en attendant la voiture autonome électrique, le coût des composants électroniques d'une voiture demeure encore négligeable (2% du prix de vente).

Toutefois, le risque de blocage d'un pilier de l'économie allemande est bien réel et des initiatives privées et publiques ont été prises par l'Allemagne envers Taiwan pour proposer un troc vaccin contre puces, au risque de mettre à mal la discipline communautaire européenne en matière vaccinale et au risque de durcir la relation avec la Chine continentale, soucieuse d'être reconnue comme le seul Etat chinois et ...elle-même extrêmement dépendante des technologies étrangères pour atteindre ses objectifs annoncés de leadership mondial en termes technologiques et militaires d'ici 2050. En attendant, la Chine importe en valeur 2 fois plus de semi-conducteurs que de pétrole malgré les offensives américaines pour freiner ces acquisitions au nom de la sûreté nationale des Etats-Unis. Un élément de tension supplémentaire alors que le champion mondial de la fabrication des semi-conducteurs (le fondeur qui fabrique les plaques de silicium pour toutes les industries) est justement un Chinois ...de Taiwan.

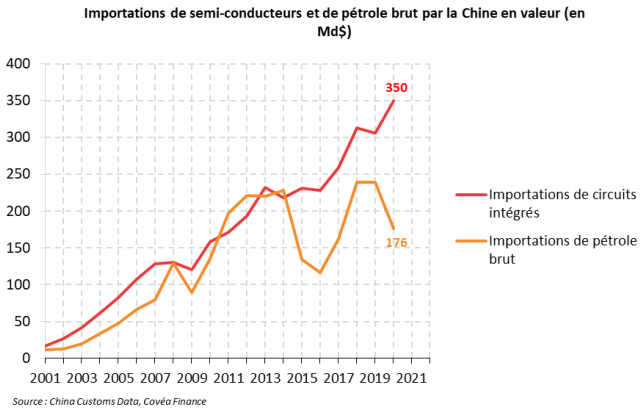
Une quête de souveraineté qui semble relancée en la matière par l'Union européenne. La Commission a pour ambition de créer une filière autonome sur les puces les plus sophistiquées, indispensables au monde de demain. Un futur dont les normes techniques industrielles pourraient faire, là aussi, l'objet d'un affrontement avec la Chine, soucieuse de s'imposer comme l'uniformisateur des licences du monde numérique et des standards ISO d'échanges du XXIème siècle. Un enjeu de taille au regard du lien entre normalisation et mondialisation.

Sommaire

Suivi des marchés p2
Marchés obligataires
Marchés actions
Regards financiers & extra-financiers

Suivi macroéconomique p7
Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine



Source : China Customs Data, Covéa Finance
Dernier point : 2020

« un élément de tension supplémentaire »

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Obligataire

Marché de taux

La semaine passée a été marquée par une tension généralisée des rendements. Le T-Bonds américain à 10 ans a clôturé à 1,336%. La pente de la courbe des T-bonds est en grande partie due au plan budgétaire à venir de l'administration de J. Biden.

Le 10 ans allemand a clôturé la semaine à -0.305%. La BCE a indiqué que des taux obligataires plus élevés ne sont pas le signe d'une inflation plus forte dans la zone Euro. C. Lagarde reconnaît que les perspectives de prix sont "décevantes" et que le rebondissement économique attendu est peut-être "trop optimiste".

La prime de risque contre l'Allemagne 10 ans de l'Espagne 10 ans est à 65.7pb; celle du Portugal à 55.2 pb et de l'Italie à 92.6pb.

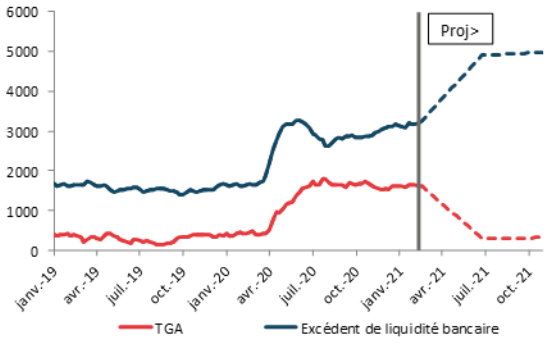
Les courbes se repentifient avec un mouvement plus marqué aux Etats-Unis.

Sur le marché du crédit, alors que le Main est stable sur la semaine à 48.0, le Crossover subit une tension marginale de +4.0 pb (s'établissant à 246).

Quant au marché primaire, dans un contexte de remontée rapide des taux et de repentification de la courbe, mais aussi d'avalanche de résultats, ont été émis 3.75 Mds€, contre une moyenne hebdomadaire 2021 de plus de 11 Mds€. Trois des 6 opérations, représentant 31% des volumes, étaient des obligations ESG, toutes inaugurales sur ce format. Elles ont bénéficié d'une demande élevée.

Focus : Un marché monétaire américain difficile à gérer pour la Fed.

La crise de la Covid 19 a poussé les autorités américaines à intervenir massivement. Depuis février 2020 le bilan de la Fed a presque doublé passant de 4.159Mds$ à 7.442Mds$ aujourd'hui (avec un excédent de liquidité bancaire* de 3200Mds$, (cf. graphique). Du côté de l'Etat américain, le Trésor a repris une grande partie des liquidités non utilisées par les programmes de soutien de la Fed et a largement augmenté ses émissions pour financer un déficit de 15% du PIB en 2020 et se constituer une réserve de précaution. Aujourd'hui le compte du Trésor à la Fed (TGA) s'élève à près de 1.600Mds$ contre un niveau de 400Mds$ maximum sur les 10 années précédant la crise (cf. graphique). Les réserves excédentaires des banques et le compte du Trésor sont ainsi sur des niveaux historiques.



Source : New York Fed, Covéa Finance

L'excédent de liquidité devrait continuer de croître sensiblement dans les mois à venir, d'une part face à la poursuite des achats de la Fed (120Mds$ par mois) et d'autre part face aux dépenses du Trésor qui prévoit d'utiliser son TGA** pour revenir sur des niveaux entre 500Mds$ et 800Mds€. Pour rappel, les liquidités injectées à travers les achats de titres de la Fed et les dépenses de l'Etat se retrouvent en dépôt chez les banques qui les placent à la Fed (en réserves excédentaires) et les utilisent sur le marché monétaire. Compte-tenu des volumes historiques de liquidités qui seront mis à disposition des banques et, à travers ces dernières, à disposition du marché monétaire, les taux Fed Funds pourraient baisser. Ils pourraient même sortir de l'intervalle de taux directeur défini par la Fed ([0% ; 0,25%]) et devenir négatifs. Afin d'éviter ce dysfonctionnement du marché monétaire, la Fed a déjà indiqué qu'elle pourrait remonter le taux IOER (taux de rémunération des réserves excédentaires, i.e. taux auquel elle achète des liquidités) avant même la réunion du prochain FOMC. Ironie du sort, pour conserver un fonctionnement fluide du marché monétaire et une transmission sans encombre d'une politique monétaire accommodante la Fed devra peut-être augmenter son taux IOER !

Après l'épisode de tension sur le marché monétaire que nous avions vécu en 2019, où les taux Fed Fund avaient dépassé 6% et la Fed avait dû offrir en urgence plusieurs centaines de milliards de liquidités, nous assistons aujourd'hui à un nouveau risque de dysfonctionnement du marché monétaire induit par des politiques monétaires et budgétaires expansionnistes sans précédent. La gestion du marché monétaire se complexifie avec comme corollaire des risques accrus pour la stabilité financière des économies.

Les politiques monétaires et budgétaires américaines expansionnistes complexifient la gestion du marché monétaire.

* Dépôts bancaires à la Fed hors Réserves Obligatoires.

** Compte du Trésor à la FED.

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Actions Europe

Les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) progressent légèrement (+0,2%) sur la semaine passée mais conservent la même typologie en termes de performances sectorielles. Les secteurs de l'énergie (+4,6%) et de la finance (+2,3%) profitent de la hausse des prix des matières premières et des taux d'intérêt tandis que cette dernière pénalise logiquement celles des services aux collectivités (-2,6%) et l'immobilier (-3%). Une seule exception dans ce tableau, la bonne performance sur la période des services de communication (+1,1%) mais qui s'avère largement biaisée par le parcours de Vivendi (+12,4%). En effet, la société a annoncé sa volonté de distribuer 60% du capital de sa division musique (UMG) à ses actionnaires dès cette année, retirant ainsi une partie du risque de réinvestissement et expliquant ce mouvement spécifique sur la semaine. On retrouve également au niveau des indices nationaux les écarts de performance affichés au niveau sectoriel. Ce sont les indices à dominante pétrole (ou matières premières) et bancaire qui occupent le haut du classement cette semaine tandis que ceux qui ont des biais santé ou services aux collectivités ferment la marche. On notera pour finir que, depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap affiche une performance supérieure (+6,5%) au MSCI EMU (4.1%) ou le MSCI Europe (+3,7%) qui retrouvent une certaine homogénéité.

Profitons de cet article hebdomadaire pour faire un point d'étape sur la saison de publication de résultats des sociétés européennes au titre de l'année 2020 ; un peu moins de la moitié des membres du MSCI EMU ont déjà dévoilé leurs chiffres et, même si à ce stade rien n'est définitif, quelques éléments saillants nous paraissent d'importance. Bien qu'en recul dans l'ensemble, force est de constater que les chiffres publiés sont meilleurs que ceux qui étaient anticipés, que ce soit au niveau des ventes (40% de l'échantillon) ou des bénéfices par actions (2/3 de l'échantillon).

Cela reflète tout le travail réalisé sur les mesures d'adaptation mises en place par les sociétés pour enrayer les effets de la crise sanitaire. Certaines de ces économies ne nous semblent pourtant pas durables, qu'il s'agisse d'investissements en R&D en général, ou dans le marketing pour les sociétés de consommation. Ces dépenses devront être réalisées dans les prochains trimestres pour poursuivre la trajectoire de croissance à moyen terme de ces entreprises dans un monde en mutation profonde. La génération de trésorerie, quant à elle, s'est finalement bien tenue en 2020 grâce à la baisse des dépenses opérationnelles ou d'investissement comme nous venons de l'évoquer mais également à un effet d'aubaine positif sur le besoin en fonds de roulement, (baisse des stocks et diminution des créances clients notamment). Le premier effet devrait s'inverser comme nous l'avons décrit mais également l'évolution des BFR. Les stocks bas doivent remonter pour soutenir une demande potentielle, et ce alors que les prix des intrants augmentent. Ce double effet devrait donc peser fortement en 2021 …. Ces deux éléments mettront à l'épreuve la capacité des entreprises à retrouver des niveaux de bénéfice et de rentabilité comparables à 2019, avant la crise Covid ; alors que les cours des sociétés intègrent déjà cette normalisation dans de nombreux cas.

Le regard de l'analyse financière et extra-financière

La France a fêté le 27 janvier dernier les 10 ans de la loi Copé-Zimmermann , qui a imposé 40 % de femmes dans les conseils d'administration des sociétés cotées avec au moins 500 salariés et réalisant au moins 50 millions d'euros de chiffre d'affaires ou présentant un bilan total supérieur à 50 millions d'euros. Dans ces instances de surveillance des entreprises du SBF 120, le défi a été relevé. Les femmes occupent en effet 45,8 % des postes d'administrateur à fin 2020, contre 12,5 %, en 2010, selon Ethics & Boards, cabinet qui scrute la gouvernance des sociétés cotées.

Pour en arriver là, les entreprises ont parfois eu recours aux mêmes femmes pour siéger à leur conseil : les exemples de Madame Anne-Marie Idrac qui siège à 4 conseils d'administration à la fois (Air-France KLM, Bouygues, Total, Saint-Gobain) et de Madame Clara Gaymard (Bouygues, Danone, LVMH et Veolia Environnement) illustrent ce phénomène. La réduction du nombre d'administrateurs siégeant au conseil est un autre moyen de gonfler facilement la part des femmes au sein de ces derniers, mais selon une étude de Russell Reynolds, société de conseil, ce nombre n'a diminué que légèrement : le Conseil d'administration moyen du CAC 40 était constitué de 14,35 administrateurs en 2011 contre 13,6 en 2019.

Il n'en reste pas moins que la France se démarque aujourd'hui au niveau européen et international sur la féminisation des conseils: à titre de comparaison, dans les conseils des entreprises du Stoxx Europe 600, 36% des membres sont des femmes à fin 2020.

Cependant cette tendance sur les conseils d'administration n'a pas eu d'effet notable sur la féminisation des instances exécutives des entreprises. Les femmes ne représentent que 21 % des effectifs dans les comités exécutifs au sein du SBF 120 en 2019, contre 7 % en 2009. Une seule femme est à la tête d'un groupe du CAC 40 : Catherine MacGregor chez Engie. Dans le SBF 120, elles sont à peine 10 à diriger une entreprise selon Ethics & Boards.

Le gouvernement, par la voix du ministre Bruno Lemaire, veut aller plus loin en imposant un recours de nouveau à des quotas, cette fois dans les instances dirigeantes.

L'an dernier, le Haut Conseil à l'Egalité (HCE) avait recommandé au gouvernement d'atteindre un objectif ambitieux, soit un seuil de 40 % de dirigeantes dans un comité exécutif (ou comité de direction) de plus de huit membres à horizon 2024 (avec une étape à 20 % en 2022).

De son côté, le Medef, l'organisation patronale, alerte : les quotas sont possibles dans les conseils d'administration car ces derniers sont appelés à être renouvelés environ tous les quatre ans. Ce n'est pas le cas pour les cadres dirigeants.

A noter que début janvier 2021, l'Allemagne a présenté un projet de loi pour rendre obligatoire la présence d'au moins une femme dans les directoires des entreprises allemandes cotées comptant plus de trois membres.

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Actions Internationales

Actions Asiatiques

En Asie, une semaine marquée par le nouvel an chinois avec la fermeture des marchés sur une partie de la semaine, notamment à Taiwan (ouvert depuis mercredi), Chine (ouvert depuis jeudi) et Hong Kong (ouvert depuis mardi). Sur la semaine, tous les marchés en Asie sont en baisse à l'exception de Taiwan.

La hausse du marché Taiwanais est tirée par les valeurs de technologie, de pétrochimie et les financières. Les publications de résultats sont restées très orientées, puisque les 15 premiers conglomérats taiwanais ont publié un résultat net combiné en hausse de 73% sur un an. Quant à la Chine, les prises de profits se poursuivent. Nous notons néanmoins que la Chine affiche la meilleure performance depuis le début de l'année, en hausse de 17%. La sous performance de l'Asie du Sud continue en raison des impacts négatifs du Covid-19 plus importants et un système bancaire plus fragile.

Le gouvernement Japonais considère que les semiconducteurs sont les domaines stratégiques et a l'intention de soutenir les relations entre TSMC, le plus gros fondeur mondial, et les sociétés japonaises à travers les subventions et autres moyens si nécessaires. Par ailleurs, TSMC et Apple vont conjointement travailler sur le développement d'écrans 'micro OLED'. A la différence d'un écran LCD 'classique' qui est fabriqué sur du substrat de verre, le 'micro OLED' est directement construit sur les galettes de silicium. Cette nouvelle technologie permettra aux écrans d'être encore plus fins et plus légers. A l'inverse, les sanctions prises à l'encontre de Huawei par les Etats Unis continuent d'avoir d'importantes répercussions dans la chaine de production, ainsi, le groupe a récemment annoncé à ses fournisseurs que ses commandes de composants pour smartphones devraient chuter de 60%, dans un contexte ses propres ventes de téléphones devraient passer de 189 millions en 2020 à 70 millions en 2021. En Corée du Sud, le groupe sidérurgique coréen POSCO a déposé une plainte auprès de la commission du commerce Coréenne concernant les importations d'acier en provenant de 3 pays: Taiwan, Chine et Indonésie. Si la décision de la commission est favorable, la Corée va imposer des tarifs douaniers sur l'acier de ces 3 pays (49% sur l'acier chinois, 30% sur l'acier Indonésien et 10% sur celui provenant de Taiwan). Comme évoqué à de nombreuses reprises, les relations autour de Taiwan continuent de se tendre. Ainsi, près de 40 parlementaires américains soutiennent la candidature de Taiwan pour le statut d'observateur à l'OMS. Dans le même temps, après une hausse importante du nombre d'incursions de l'espace aérien Taiwanais par l'armée Chinoise depuis le début de l'année, deux membres du Congrès des États-Unis ont réintroduit un projet de loi au Sénat et à la Chambre des représentants sur la protection de Taiwan contre un éventuel recours à la force de l'armée chinoise. Le gouvernement Taiwanais a par ailleurs nommé un ancien général de l'armée à la tête du ministère de la Défense.

Actions Américaines

Les marchés actions ont terminé la semaine en baisse, impactés par les chiffres d'emploi décevants et un regain de nervosité lié à la remontée rapide des rendements obligataires. Parallèlement, Nancy Pelosi a déclaré que la Chambre des Représentants visait la fin de cette semaine pour adopter le plan d'aide de $1900 milliards, à temps pour prolonger les allocations de chômage qui doivent expirer mi-mars. Sur le plan sanitaire, la situation continue de s'améliorer, avec une diminution du nombre de cas et une accélération des vaccinations : près de 50 millions de doses ont été administrées. Les secteurs de la technologie (Apple en particulier) et de la santé ont subi des prises de bénéfices sensibles. Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, les services aux collectivités et l'immobilier ont subi des dégagements ; à l'inverse, les financières (les banques en particulier) ont été recherchées. Les valeurs liées à l'énergie demeurent favorisées par la bonne tenue du prix du baril.

86% des sociétés du S&P 500 ont publié leurs résultats avec 58% des publications de chiffre d'affaires supérieures aux attentes et 74% au-dessus pour les résultats. Ces chiffres font ressortir une baisse de moins de 1% des chiffres d'affaires sur un an et une baisse de 10% des résultats. Dans le détail, la technologie, les services de communication, les financières et la santé se démarquent très positivement en matière de dynamique de publications. Sur le plan politique, L'administration Biden a déclaré qu'elle était prête à rencontrer les dirigeants iraniens pour discuter d'une "voie diplomatique" pour revenir vers l'accord nucléaire dénoncé par le président Donald Trump en 2018. Cette ouverture est politiquement risquée pour le Président Biden après qu'une série de sanctions américaines aient mis en péril l'économie iranienne et rendu furieux d'autres dirigeants mondiaux.

Toyota a annoncé un investissement de $210M en Virginie Occidentale afin de moderniser la production de moteurs et augmenter sa capacité d'assemblage. Une fois terminé, l'investissement total de la société sur le sol américain sera de plus de $1,8 Mds et les créations d'emplois supérieures à 2000.

Néanmoins, à court terme, l'industrie automobile continue de souffrir de la pénurie de composants. L'administration Biden a demandé aux ambassades américaines dans le monde entier d'identifier comment les pays et les entreprises étrangères qui produisent des puces peuvent contribuer à remédier à la pénurie mondiale. L'industrie automobile américaine s'appuie sur la Maison Blanche pour faire pression sur les fabricants de puces étrangers et leurs gouvernements afin qu'ils fournissent les États -Unis. On notera ainsi que Brian Deese, le directeur du Conseil économique national et Jake Sullivan, le conseiller à la sécurité nationale, sont tous deux personnellement engagés dans l'effort pour traiter les goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement des entreprises automobiles. Enfin le sujet de la domination des GAFA et de leurs captations de valeur ajoutée reste omniprésent. Ainsi, Facebook a mis sa menace à exécution et banni les articles de presse australiens de son réseau social (pour rappel, Facebook s'oppose à un projet de loi qui vise à l'obliger à nouer des accords de licence avec les groupes médias locaux). Le gouvernement canadien étudierait des mesures semblables. Selon Reuters, le Canada ne se laissera pas intimidé par les « représailles » de Facebook en Australie. A l'inverse, Google a accepté de verser des sommes significatives en

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

contrepartie des contenus du groupe de presse News Corp. Les deux entreprises se sont félicitées de ce partenariat historique sur plusieurs années. Google aurait également conclu un accord avec Nine Entertainment et serait aussi sur le point de signer un partenariat avec Guardian Australia.

Le regard de l'analyse financière et extra-financière

En termes ESG, la matérialité correspond à l'impact d'un facteur de durabilité sur les performances financières d'une entreprise. Les thématiques ESG matérielles varient selon les cas puisqu'elles sont étroitement liées au modèle commercial et au secteur d'une entreprise. Ainsi, la raréfaction des ressources en eau sera bien plus matérielle pour une entreprise agroalimentaire que pour un opérateur télécom. D'autres enjeux sont communs à de nombreux secteurs – la sécurité de la chaîne d'approvisionnement est une thématique sociétale matérielle pour les entreprises de la santé, pour les entreprises commercialisant des biens de consommation ou encore pour les entreprises de la Tech.

Partant du principe que les enjeux ESG ont de plus en plus d'impact sur les résultats financiers des entreprises américaines, des universitaires d'NYU ont analysé les références individuelles des 1 188 membres de Conseil d'Administration des entreprises du Fortune 100. Ils sont arrivés à la conclusion que très peu d'entreprises américaines étaient correctement préparées au niveau de leur Conseil d'Administration sur les questions ESG affectant d'ores et déjà leur performance. Par exemple, les chercheurs ont établi que seuls 8 administrateurs sur 1 188 avaient une expertise concernant la cyber-sécurité, dont la dimension est pourtant croissante. Dans l'ensemble, 21% des administrateurs observés avaient une expertise sociale et sociétale pertinente, et seulement 6% d'entre eux avaient des qualifications environnementales ou de gouvernance.

D'une part, ces chiffres contrastent avec le fait que depuis le début de l'année 2020, la part de ces grandes entreprises ayant un objectif de neutralité carbone a triplé. Pourtant, peu d'entreprises disposent d'un plan détaillé pour atteindre ces objectifs, ce qui est la conséquence directe du manque de compétence des conseils d'administration en matière de climat. Toutefois, ces chiffres s'expliquent principalement par le fait que les conseils d'administration sont généralement composés d'anciens PDG, qui étaient en charge de sociétés à des périodes où les questions ESG n'étaient pas encore considérées comme pouvant être financièrement matérielles. Enfin, une telle analyse n'a pas été conduite pour les grandes entreprises européennes, mais on pourrait s'attendre à ce que les résultats soient légèrement meilleurs : il y a une réelle volonté politique en Europe d'imposer la vision européenne sur les questions ESG aux instances dirigeantes des entreprises.

Suivi Macroéconomique

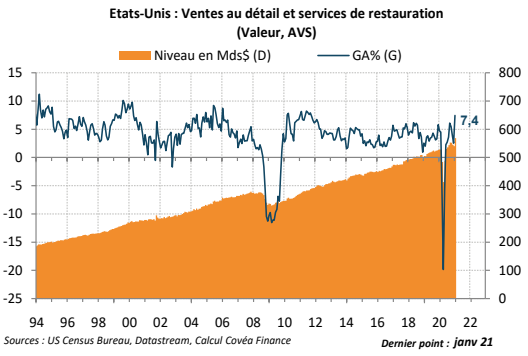
États-Unis

« Les ventes au détail sont dopées par le soutien budgétaire voté en décembre »

L'impact du soutien budgétaire n'a pas tardé à se matérialiser sur les dépenses des ménages américains. Les ventes au détail ont enregistré un bond de 5,3% en glissement mensuel en janvier, après 3 mois consécutifs de recul. La conjonction de l'amélioration de la situation sanitaire et du plan de soutien voté en décembre qui a dopé le pouvoir d'achat des ménages (chèques de 600$ par adulte, prolongation des indemnités chômage exceptionnelles) ont stimulé les dépenses en ce début d'année. En rythme annuel, les ventes au détail affichent une croissance de 7,4%. La progression sur le mois de janvier touche une large part des secteurs de la distribution, avec notamment les équipements de maison (+13%), les vêtements (+5%), les matériaux de construction (+4,6%) et la restauration (+6,9%). Hors carburants et automobiles, deux composantes volatiles affectées par la volatilité des prix des carburants et des incitations au financement de l'automobile, les ventes progressent sur le mois de 6,1%.

Cette hausse des dépenses des ménages repose davantage sur les aides gouvernementales que sur une amélioration du marché du travail. Celui-ci reste en effet dégradé en février, comme l'attestent les nouvelles demandes d'allocation chômage en hausse la semaine du 13 février, à 861 000 personnes contre 848 000 la semaine précédente. Les demandes totales aux allocations standards sont également en légère progression à 4,5 millions. Ainsi, malgré une situation sanitaire en nette amélioration et la levée progressive des restrictions, les difficultés persistent en termes d'emploi.

Dans l'industrie, la production industrielle est restée bien orientée en janvier, avec une progression de +0,9% en glissement mensuel, confirmant la dynamique favorable du secteur. La hausse mensuelle est assez généralisée, avec +1,4% enregistré dans l'industrie alimentaire, +0,5% dans les équipements de transport et dans les machines, et +1,3% dans la chimie. Le secteur minier se reprend également (+2,3%) à la faveur de la hausse des prix du baril de pétrole. En rythme annuel, les disparités subsistent toutefois : le secteur minier affiche encore une contraction de 11,5%, tandis que le secteur manufacturier voit sa contraction se limiter à -1%.



Par ailleurs, l'indicateur d'enquête *Empire State Manufacturing* de la Fed de New York enregistre une nette hausse en février, passant de 3,5 à 12,1 points (le seuil de zéro sépare contraction et croissance). La sous-composante nouvelles commandes est bien orientée à 10,8, après 6,6 en janvier et la composante stocks décrit une hausse du niveau des stocks pour la première fois depuis mars 2020. Les prix payés sont en forte augmentation à 57,8, tandis que la tendance des prix reçus est moins haussière (23,4), suggérant une détérioration des marges.

Les prix à la production publiés pour le mois de janvier confirment cette tendance. La progression mensuelle atteint +1,3%, ce qui pousse la croissance annuelle à 1,8%, contre 0,8% en décembre. La dynamique est tirée par l'énergie (+5,1% sur le mois) mais hors alimentation et énergie, la hausse est également prononcée (+1,2% en glissement mensuel et +2% en rythme annuel).

La reconstitution des stocks est restée limitée en décembre. Les stocks des entreprises ont enregistré une augmentation mensuelle de 0,6%, tandis que les ventes progressaient de 0,8%. Le ratio stocks sur ventes reste ainsi très bas à 1,32. Par secteurs, on note tout de même une inflexion haussière du ratio stocks sur ventes chez les détaillants d'équipements électroniques et ameublement, l'alimentaire et les magasins de bricolage.

Dans l'immobilier, les données sont contrastées en janvier. Les mises en chantier se contractent de 6% sur le mois, tandis que les permis de construire enregistrent un bond de 10%. Contrairement à la dynamique de ces derniers mois tirée par les maisons individuelles, la forte croissance mensuelle des permis est cette fois tirée par les immeubles d'habitation (plus de 5 logements) qui affichent une hausse de 28% sur le mois. Soutenue par le niveau très bas des taux hypothécaires, la tendance reste clairement favorable dans l'immobilier résidentiel.

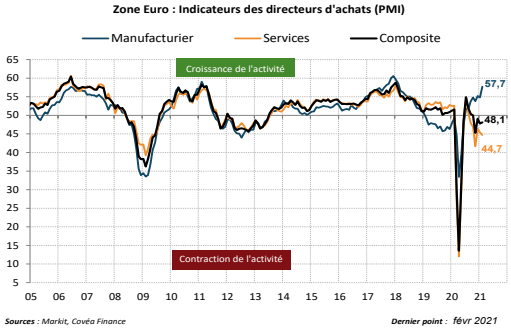
Les minutes de la réunion de politique monétaire de janvier n'ont pas apporté d'éléments suggérant un changement de la vision des banquiers centraux. **Les membres du FOMC estiment que les perspectives sont en amélioration mais il est encore beaucoup trop tôt pour envisager une réduction de l'assouplissement monétaire**. L'économie reste encore loin des objectifs et les membres jugent que les progrès substantiels attendus prendront du temps à être atteints. Sur l'inflation, les banquiers centraux insistent sur la nécessité de regarder au-delà des effets de base, qui vont pousser à la hausse l'inflation dans les prochains mois, et de s'assurer que l'inflation est bien sur la voie de dépasser modérément les 2% pour un certain temps. Par ailleurs, les équipes de la Fed ont présenté leur évaluation trimestrielle des risques sur la stabilité financière qui ont été revus à la hausse, notamment en raison du niveau de valorisation des actifs, jugé élevé, contre modéré en novembre dernier. Globalement les minutes révèlent un FOMC uni, et s'inscrivent dans la lignée des derniers propos de Jerome Powell suggérant une politique monétaire accommodante pour longtemps.

Sur le plan politique, l'administration Biden a annoncé la prolongation jusqu'au 30 juin 2021 du moratoire sur les saisies immobilières pour les prêts garantis par l'Etat fédéral. Cette mesure avait été prolongée du 31 janvier jusqu'au 31 mars au premier jour du mandat de Joe Biden. Les mesures de suspension ou de réduction des paiements de prêts hypothécaires pour les propriétaires sont également prolongées jusqu'au 30 juin.

Suivi Macroéconomique

Europe

« Les divergences sectorielles et géographiques s'amplifient début 2021»



En Zone euro, la semaine a été marquée par la publication des premiers indicateurs de climat des affaires pour le mois de février. Les estimations préliminaires des indicateurs PMI décrivent un approfondissement de la divergence entre un secteur manufacturier qui profite de la demande extérieure et un secteur des services (hors distribution) qui subit les effets des mesures de confinement. Ainsi, l'indicateur PMI sur l'activité des services se replie pour atteindre 44,7 tandis que l'indice PMI sur la production manufacturière se redresse à 57,5. Au total, l'indicateur PMI décrit un recul de l'activité du secteur privé sur la période. L'activité se porte mieux en Allemagne qu'en France, le recul des secteurs des services est plus prononcé dans l'hexagone (43,6 en février contre 45,9 en outre-rhin) tandis que le secteur manufacturier enregistre une hausse de sa production plus importante en Allemagne à 62,2 qu'en France (à 52,4). Dans le secteur manufacturier, l'enquête note une forte hausse des pénuries de produits intrants, notamment les matières premières qui entraîne une hausse des prix payés ainsi qu'une augmentation très importante des délais de livraisons. **Du côté des consommateurs, l'indicateur de confiance de la Commission demeure, malgré une légère hausse, sur des niveaux historiquement faibles en février**. La volonté des consommateurs à utiliser l'important excédent d'épargne accumulé en 2020 apparaît donc encore limité par des inquiétudes persistantes sur l'évolution des conditions économiques.

Sur le front de l'emploi, les données sur 2020 indiquent déjà un choc majeur dont les mesures de chômage partiel masquent encore l'ampleur réelle. Les chiffres sur l'évolution de l'emploi au T4 2020 indiquent une progression de 0,3% par rapport au T3 soit 538 000 emplois supplémentaires. Ainsi, entre les 5,2 millions d'emploi détruits au premier semestre et les 2,1 millions créés au second semestre, l'année 2020 s'est soldée par une destruction nette d'emploi de 3,1 millions en Zone euro. Si le détail des données n'est pas encore disponible pour le T4, les chiffres des trimestres précédents indiquent un choc plus marqué en Espagne que dans les autres grands pays de la Zone euro. Sur le plan sectoriel, les destructions d'emplois sont évidemment plus importantes dans les secteurs les plus affectés par la crise tels que les transports, l'hébergement, la restauration ou encore la culture.

Sur le plan monétaire, la publication du compte rendu de la réunion de la Banque Centrale Européenne du 20-21 janvier confirme l'emphase du comité sur la stabilité des conditions financières. La BCE considère que les conditions de financements sont favorables en janvier mais demeure attentive à l'augmentation des taux souverains. Elle note par ailleurs que toute augmentation des taux nominaux ne doit pas être considérée comme un durcissement des conditions financières, dans la mesure où une hausse peut également illustrer des meilleures perspectives de croissance et d'inflation. Dans cette perspective, elle dit privilégier l'évolution des taux réels pour le calibrage de sa politique monétaire. Elle souligne, en outre, que la définition des conditions financières doit rester « large et flexible ». Le conseil note que les perspectives d'inflation demeurent « décevantes » et loin de la cible. Le comité souligne par ailleurs que l'inflation devrait augmenter au cours des mois à venir sous l'effet de facteurs ponctuels, liés notamment aux prix de l'énergie et à la fin de la mesure de baisse de la TVA en Allemagne. Enfin, le conseil des gouverneurs note que la dégradation des conditions sanitaires et les difficultés relatives aux campagnes de vaccination risquent de repousser les perspectives de reprise à court terme. Le conseil fait toutefois preuve d'un « optimisme prudent » quant à la reprise à moyen terme.

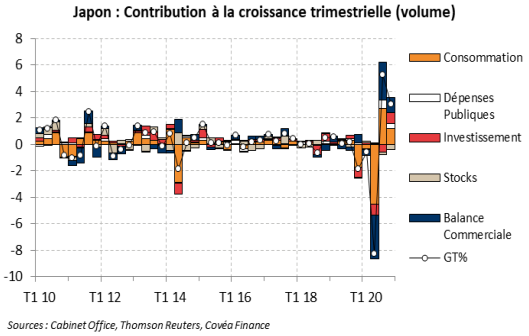
Sur le plan politique, le parlement italien a accordé sa confiance au gouvernement Draghi a une très forte majorité (plus de 80% dans les deux chambres). A l'occasion de son premier discours au Parlement en tant que Premier ministre italien, M. Draghi a présenté les grandes lignes de son programme. Il s'est engagé à mobiliser toutes les ressources possibles dans la lutte contre l'épidémie et a déclaré qu'il accélérerait le déploiement des vaccins dans le pays. Aussi, il présentera un plan pour investir les 209 Mds€ issus du plan de relance européen sur la base des avancées réalisées par le précédent gouvernement. Ces investissements seront combinés à un programme de réformes structurelles qui cibleront notamment le système juridique, l'administration publique et la fiscalité. Lors de son intervention, M. Draghi a également mis l'accent sur le caractère pro-européen que prendra son gouvernement en affichant sa volonté d'approfondir l'intégration européenne. Cette position contraste néanmoins avec celles longtemps affichées par certains partis membres de la coalition gouvernementale dont celui de M. Salvini (Lega).

Au Royaume-Uni, la dynamique des prix accélère très légèrement en janvier. Le taux d'inflation annuel passe de 0,6% en décembre à 0,7% en janvier, sous l'effet d'un moindre recul des prix de l'énergie et d'une légère augmentation des prix alimentaires. L'inflation sous-jacente reste pour sa part stable à 1,1%, avec un recul des prix de l'habillement qui compense l'augmentation des autres composantes. Dans les mois à venir, la Banque d'Angleterre prévoit une poursuite de l'accélération de la dynamique des prix, avec une inflation qui atteindrait la cible des 2% en fin d'année. Plusieurs facteurs joueront à la hausse : les prix du pétrole, une augmentation des prix administrés sur l'énergie et la fin de la mesure de réduction de la TVA en mars 2021. **La mise en place de mesures de confinement strictes à partir du 3 janvier a fortement pesé sur la consommation. Les ventes au détail enregistrent ainsi un recul de 8,2% sur le mois.** A l'exception des ventes sur internet et des ventes des magasins d'alimentation, toutes les sous-composantes des ventes au détail s'inscrivent en fort recul. Le niveau global des ventes au détail repasse ainsi en-dessous des niveaux de février 2020. En février, les ventes au détail vont continuer de pâtir des mesures sanitaires. En revanche on peut attendre, avec la levée des mesures sanitaires attendue au cours des mois prochains, à un rebond massif de la consommation similaire à celui observée durant l'été 2020.

Suivi Macroéconomique

Asie

« L'économie japonaise rebondit de façon vigoureuse au 4ème trimestre »



Sources : Cabinet Office, Thomson Reuters, Covéa Finance

Les chiffres du PIB japonais pour le 4ème trimestre confirment la rapidité de la reprise de l'économie, avec une croissance du PIB qui s'établit à +3% en variation trimestrielle (+12,7 % en rythme annualisé). L'économie japonaise a quasiment retrouvé les niveaux d'activité qui étaient les siens avant la crise du Covid-19 : en glissement annuel, le PIB du 4ème trimestre 2020 n'est inférieur que de 1% à celui du 4ème trimestre 2019. La croissance a notamment été portée par l'investissement productif des entreprises, qui progresse fortement (+4,5 % en variation trimestrielle) après deux trimestres de recul. Les exportations ont également fait preuve de dynamisme (+11,1 %), notamment grâce à la demande chinoise. La consommation privée se maintient (+2,2 %), bénéficiant notamment des aides financières directes accordées à l'ensemble des ménages, en plus des dispositifs de chômage partiel. Sur l'ensemble de l'année 2020, l'économie se contracte de -4,8 %, une baisse qui est moins prononcée que lors de la crise financière de 2008 (-5,7 %), contrairement à la plupart des pays occidentaux. **Toutefois, la dynamique de rebond de l'économie japonaise risque de s'enrayer dès le 1er trimestre 2020,** avec le rebond de l'épidémie et le rétablissement de l'état d'urgence au début du mois de janvier pour une durée d'au moins deux mois, qui pèseront sur la demande intérieure. Les restrictions associées à ce nouvel état d'urgence sont bien moins dures qu'elles n'ont pu l'être lors du premier pic de l'épidémie au printemps 2020, les commerces et les restaurants demeurant ouverts jusqu'à 20h, tout comme les écoles. La nette baisse du nombre de cas depuis la fin du mois de janvier, ainsi que le début de la campagne de vaccination cette semaine, laissent également envisager une normalisation prochaine de la situation sanitaire.

Parallèlement à la vigueur de la reprise de l'économie dont font part les chiffres du PIB pour le 4ème trimestre, les indicateurs avancés publiés cette semaine confirment que l'industrie manufacturière japonaise est sur une trajectoire de rebond. La hausse de l'indice PMI provisoire pour le mois de février (47,6 pt après 47,1 pt en janvier) indique ainsi une amélioration de de l'activité économique , tirée par l'industrie manufacturière. Celle-ci est en expansion (50,6 pt après 49,8 pt), avec notamment une forte hausse des nouvelles commandes. Les services demeurent quant à eux pénalisés par la situation sanitaire : l'indice pour les services continue de se replier (45,8 pt après 46,1 pt). **Ces indicateurs confirment l'asymétrie de la reprise japonaise, avec une industrie dynamique bénéficiant d'une demande mondiale en hausse – notamment en Asie – tandis que les services pâtissent du rebond de l'épidémie. L'enquête mensuelle Reuters Tankan sur la confiance des entreprises de grande taille et de taille intermédiaire repasse quant à elle en territoire positif pour le secteur manufacturier** pour la première fois depuis juillet 2019. L'indice s'établit +3 pt en février, en hausse après –1 pt en janvier. La hausse reflète le rebond de la demande mondiale et est particulièrement prononcée dans le secteur de la chimie et de l'agroalimentaire. La confiance des entreprises non-manufacturières demeure quant à elle en territoire négatif (-7 pt après –11 pt en janvier), pénalisée par les difficultés du secteur des services. **En parallèle, les commandes de machines progressent de façon marquée en décembre, avec une hausse de +5,2 % en variation mensuelle,** après +1,5 % en novembre. Cette hausse, qui confirme le fort dynamisme de l'investissement dont ont fait part les chiffres du PIB pour le 4ème trimestre, est encore plus marquée pour les entreprises manufacturières, avec une croissance de +12,2 % des commandes de machines par rapport au mois précédent, qui fait suite à un repli de –2,4 % en novembre. L'industrie électronique enregistre des commandes particulièrement dynamiques, en lien notamment avec la réaction des fabricants de semi-conducteurs à la pénurie mondiale dans ce secteur. Les commandes dans les secteurs non-manufacturiers sont également en hausse (+4,3 %, soit le 4ème mois consécutif de hausse), notamment dans les secteurs de la finance, de l'assurance, du transport et de la poste. Sur la totalité de l'année 2020, les commandes sont en baisse de –8,4 % du fait de la pandémie, un recul qui demeure bien moindre que celui enregistré lors de la crise de 2009 (–27,2 %). **Enfin, les exportations japonaises enregistrent une hausse de +6,4 % en janvier en glissement annuel**, soit la plus forte hausse depuis octobre 2018, après +2,0 % en décembre. Les exportations ont notamment bénéficié du dynamisme de la reprise chinoise et de la demande asiatique de façon plus générale. Les ventes vers la Chine – le premier partenaire commercial du Japon – sont en hausse de +37,5 %. Les exportations vers la Chine bénéficient d'un effet de base, dans la mesure où le Nouvel An lunaire de 2021 a commencé seulement en février, plutôt qu'en janvier comme en 2020. Les exportations vers les Etats-Unis reculent quant à elles de -4,8 % et les exportations vers l'Europe sont en repli de -10,3 %, illustrant l'asymétrie de la reprise mondiale. En termes sectoriels, les exportations ont notamment bénéficié du dynamisme des ventes de machines pour la fabrication de puces électroniques (+50,5 %) vers des pays comme la Chine ou la Corée, dans un contexte de pénurie de semi-conducteurs. Les importations japonaises sont quant à elles en baisse en janvier (-9,5 %), du fait d'une demande intérieure atone, en lien avec le rebond de l'épidémie et le durcissement des mesures sanitaires. Le fort repli des importations suggère donc à nouveau une situation contrastée, avec une industrie en pleine reprise , tandis que la demande intérieure japonaise est dégradée.

Enfin, les prix à la consommation ont poursuivi leur recul au mois de janvier, avec une baisse de –0,6 % en glissement annuel, après –1,0 % en décembre. **L'inflation sous-jacente, excluant les prix de l'énergie et des produits frais, l'indicateur privilégié par la Banque du Japon, se redresse quant à elle légèrement** avec +0,1 % en glissement annuel, repassant en territoire positif pour la première fois depuis juillet 2020. Le rebond modéré de l'inflation constaté en janvier est toutefois avant tout attribuable à la suspension de l'initiative « Go To Travel », un programme gouvernemental offrant des réductions aux touristes japonais pour les dépenses de voyage et de logement. Cette initiative avait pesé sur la croissance des prix au cours des mois précédents : sa suspension contribue à hauteur de +0,4 pt à l'inflation sous-jacente de janvier, dont le redressement est donc lié à un effet de base plutôt qu'à une accélération de la demande intérieure. Il est toutefois possible de noter une hausse marquée du prix de certains biens durables (climatiseur ou micro-ondes par exemple), en lien avec une concentration de la demande sur ce segment du fait de l'état d'urgence imposé au cours du mois de janvier.

Tableaux synthétiques

Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO			sept.-20	oct.-20	nov.-20	déc.-20	janv.-21	févr.-21
Etats-Unis		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-6,3	-5,0	-5,4	-3,6		
		Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	-1,9	-1,9	-2,7	-3,3		
		Créations / Destructions nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	716	680	264	-227	49	
		Exportations (volume, CVS, GA%)	-5,4	-3,2	-2,7	-0,6		
		Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	4,8	4,5	4,5	5,4	5,4	
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,4	1,2	1,2	1,4	1,4	
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, Mds €)	4722,7	4731,8	4741,7	4707,8		
		Taux de chômage (%de la population active)	8,6	8,4	8,3	8,3		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,9	
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	101,5	98,8	96,8	98,5	95,6	
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	5,1	8,5	9,0	0,2		
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	-1,1	2,6	6,8	6,4		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-6,5	-7,0	-3,3	-3,3		
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	100,9	97,4	96,4	97,5	97,6	
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	-13,5	-15,6	-16,3	-16,6	-13,5	
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	-0,5	3,2	-16,0	3,7		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-5,8	-4,0	-4,5	-3,0		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-9,9	-9,8	-6,6	-6,6		
	Italie	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,8	-2,2	-4,2	-1,9		
		PMI Manufacturier (Indice)	53,2	53,8	51,5	52,8	55,1	
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-4,3	-7,1	3,1			
	Espagne	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-3,1	-1,5	-3,7	-0,6		
		PMI Manufacturier (Indice)	50,8	52,5	49,8	51,0	49,3	
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-3,9	-4,5	-1,8			
	Royaume-Uni	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-5,6	-5,4	-3,9	-3,3		
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	4,6	5,9	2,1	2,9		
		Inflation (prix à la consommation, GA%)	0,5	0,7	0,3	0,6		
Asie	Japon	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	-8,9	3,6	-1,5	0,6		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-7,8	-1,9	-1,7	-1,9		
		Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	-1,0	-0,7	-1,8	-3,2		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	0,1	-0,4	-1,0	-1,2		
	Chine	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	6,9	6,9	7,0	7,3		
		Ventes immobilières résidentielles (volume, GA%moyen depuis le début de l'année)	-1,0	0,8	1,9	3,2		
		Importations (valeur, NCVS, GA%)	12,8	4,4	3,9	6,5		
Autres émergents	Brésil	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	1,8	1,0	3,9	5,6		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS,GA%)	3,1	3,9	4,3	4,5	4,6	
	Russie	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	-4,0	-5,7	-1,5	-0,2		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	3,7	4,0	4,4	4,9	5,2	

05/11/2020 : date de nos dernières Perspectives Economiques et Financières

CVS : données corrigées des variations saisonnières, NVCS : données non corrigées des variations saisonnières

Sources : Thomson Reuters, Coväa Finance

Tableaux synthétiques

Tableaux synthétiques

INDICATEURS DE MARCHES			31/12/20	05/11/20	19/02/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 05/11/20 (% ou pbs)*
Marchés obligataires	Taux directeurs (%)	Fed	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		BOJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	0,50	0,50	0,50	0,00	0,00
		Brésil	2,00	2,00	2,00	0,00	0,00
		Russie	4,25	4,25	4,25	0,00	0,00
		Inde	4,00	4,00	4,00	0,00	0,00
		Chine	4,35	4,35	4,35	0,00	0,00
	Taux souverains 10 ans (%)	Etats-Unis	0,91	0,76	1,34	0,42	0,57
		France OAT	-0,34	-0,36	-0,06	0,28	0,31
		Allemagne	-0,57	-0,64	-0,31	0,26	0,33
		Italie	0,54	0,67	0,62	0,08	-0,04
		Royaume-Uni	0,20	0,23	0,70	0,50	0,46
		Japon	0,02	0,02	0,11	0,09	0,09
		Corée du Sud	1,73	1,53	1,88	0,15	0,35
		Brésil	3,22	3,34	3,60	0,38	0,26
		Russie	6,01	6,03	6,72	0,71	0,69
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,2	242,9	-0,54	0,26
Marchés des changes	Contre euro (1 € =…devises)	Dollar	1,22	1,18	1,21	-0,8	2,5
		Sterling	0,89	0,90	0,86	-3,2	-3,9
		Yen	126,2	122,4	127,8	1,3	4,4
	Contre dollar (1$ = … devises)	Won	1092	1128	1106	1,3	-2,0
		Real brésilien	5,2	5,5	5,4	3,6	-2,8
		Rouble	74,0	77,0	74,1	0,1	-3,8
		Roupie indienne	73,1	74,4	72,7	-0,6	-2,3
		Yuan	6,5	6,7	6,5	-1,1	-2,9
Marchés actions	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	3510	3907	4,0	11,3
		Japon - Nikkei 300	382	342	407	6,4	18,7
		France - CAC 40	5551	4984	5774	4,0	15,8
		Allemagne - DAX	5954	5440	6040	1,4	11,0
		Zone euro - MSCI EMU	128	116	134	4,2	15,3
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	5906	6624	2,5	12,2
		Corée du Sud - KOSPI	2821	2414	3108	10,2	28,7
		Brésil - Bovespa	119409	100751	118431	-0,8	17,5
		Russie - MICEX	3275	2861	3458	5,6	20,8
		Inde - SENSEX	47751	41340	50890	6,6	23,1
		Chine - Shangaï	3473	3277	3696	6,4	12,8
		Hong Kong - Hang Seng	27231	24886	30645	12,5	23,1
		MSCI - BRIC	1296	1221	1469	13,3	20,3
	Euro	S&P (€)				4,8	8,6
		Nikkei 300 (€)				5,0	13,7
		FTSE 100 (€)				5,9	16,7
Matières premières	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	409	543	12,1	32,6
		Indice CRB**	444	415	481	8,4	15,9
	Energétiques	Pétrole (Brent, $ par baril)	52	41	63	21,4	53,7
	Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1895	1947	1776	-6,3	-8,8
		Prix de la tonne de cuivre	7766	6853	8910	14,7	30,0

*Variations en points de base (pbs) pour les taux souverains et les taux directeurs

**CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie.

05/11/2020 : date de nos dernières Perspectives Economiques et Financières

Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 7 114 644 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers.

Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties.

Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification.

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.

Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers.

Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits.

Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs de droits associés à ces données.

L' « Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.