

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

19 Avril 2021

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

## Les investisseurs américains achètent encore massivement des actifs risqués

Un vent porteur souffle-t-il sur la collecte américaine ? L'année 2021 démarre avec des chiffres records sur les actifs risqués. Les flux OPC et ETF américains témoignent de ce positionnement, côté demande. Côté offre, de nombreux instruments se développent afin de contenter cette fringale pour le risque.

Sur le premier trimestre, les fonds d'actions domiciliés aux Etats-Unis reçoivent +175 Mds\$ de souscriptions nettes, dont +54 Mds\$ sur les actions américaines pour le seul mois de mars. Ce rythme inédit accompagne la hausse des marchés et profite aux supports sectoriels « cycliques », exposés à la reprise économique annoncée, comme l'énergie (+9 Mds\$), les matières premières (+6 Mds\$) et le tourisme, ainsi qu'à l'industrie financière (+17 Mds\$) favorablement exposée à la hausse des taux de rendement. Ce dernier épisode marque une rupture avec la collecte euphorique de janvier, alors orientée sur les thématiques de « croissance » : la technologie (-3 Mds\$ en mars, après +10 Mds\$ collectés à fin février) et les énergies renouvelables. Les investisseurs d'actions se tournent également vers les pays émergents (+40 Mds\$) : les pays asiatiques hors Japon attirent les flux grâce à leur maîtrise sanitaire et leur positionnement dans le basculement du monde vers le Pacifique. L'Europe et le Japon sont hors jeu avec des flux nuls sur le trimestre.

Le début du trimestre a aussi été marqué par des volumes exceptionnels sur les options, permettant notamment aux particuliers d'obtenir une exposition avec effet de levier sur les actions. Avec la hausse des cours des crypto-monnaies (le premier ETF coté au Canada dépasse 1 Mds\$ d'encours) et l'explosion du nombre de SPAC (véhicule spécial d'acquisition) introduits sur le marché au premier trimestre, les ménages plébiscitent les actifs risqués pour placer leurs liquidités, gonflées par les derniers chèques gouvernementaux.

Les fonds obligataires collectent 262 Mds\$ en un seul trimestre (comparés aux 445 Mds\$ sur l'année 2020). Les investisseurs privilégient les obligations privées : +156 Mds\$ de collecte, contre +36 Mds\$ sur les obligations souveraines. Les obligations internationales collectent +66 Mds\$ et les obligations émergentes +4 Mds\$. Les flux obligataires s'orientent donc sur le crédit, un engouement indiscriminé qui permet aux ETF de peser pour 23% dans la collecte.

Les flux américains se sont particulièrement recentrés sur leur propre marché, à la fois sur les marchés de valeurs mobilières mais aussi obligataires. Un scepticisme face à l'Europe et particulièrement l'« Union » européenne ?

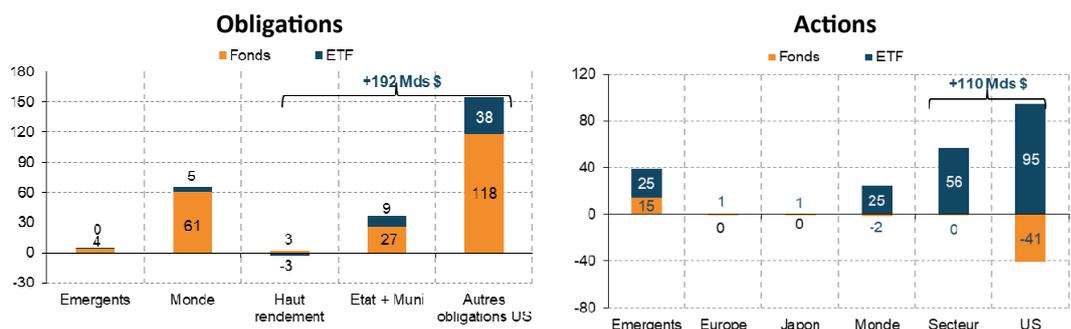
### Sommaire

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

**Suivi macroéconomique** p6  
 Etats-Unis  
 Europe  
 Asie

### Focus de la semaine

Flux nets de souscriptions sur les OPC et ETF de droit américain au T1 2021 (Mds\$)



Sources : Morningstar, Pôle Multigestion Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Obligataire

### Marché de taux

#### La baisse récente des taux américains traduit-elle une temporisation des marchés ou un véritable changement de tendance ?

Les rendements américains ont, depuis août dernier, connu une remontée spectaculaire à l'image du taux à 10 ans qui est passé de 0,5% à 1,7% à la mi-mars de cette année. Depuis 1994, la hausse trimestrielle de ce taux à 10 ans observée depuis le début d'année (+83pbs) n'a été surpassée qu'à 3 reprises (2016 après l'élection de Trump, 2009 au sortir de la crise financière et 1994).

Aujourd'hui les publications de statistiques économiques semblent bien orientées, les marchés actions au plus haut et la campagne de vaccination va bon train outre-Atlantique. Pourtant, la dynamique sur les taux s'est récemment essouffée au point de voir le 10 ans américain rebaisser de 19pbs à 1,58% depuis le début du mois d'avril.

Cette faiblesse sur le marché obligataire traduit-elle un changement de tendance pérenne ou une consolidation du marché ? Nous pouvons mettre en évidence quatre éléments techniques et un élément géopolitique ayant des effets baissiers sur les taux américains.

Tout d'abord, à mesure de la remontée des taux observée depuis presque un an, la grande majorité des investisseurs se sont progressivement positionnés pour tirer profit de cette hausse. Aujourd'hui, certaines mesures de cherté du marché obligataire, à l'image du point mort d'inflation à 10 ans à 2,34% au plus haut depuis mai 2019, incitent des acteurs à prendre leurs profits et à déboucler leur position. De même, en fin de trimestre, suite à la forte progression des marchés actions, nous avons assisté à des rebalancements en faveur des obligations dans certains portefeuilles d'investisseurs institutionnels.

Ensuite, nous avons dans notre texte du 22 mars commenté la décision de la Fed de mettre un terme à l'exemption concernant la comptabilisation des Treasuries et des réserves des banques auprès de la Banque Centrale, dans le calcul du ratio de levier supplémentaire (SLR) pour les banques. Nous avons indiqué que cette décision pourrait contraindre certaines banques à vendre des Treasuries et ainsi alimenter la hausse des rendements et impacter la liquidité sur le marché monétaire. Face à ces problématiques, la semaine dernière, JPMorgan a utilisé un levier différent pour renforcer la liquidité de son bilan et par là-même certains ratios réglementaires (tel le TLAC). En effet, la banque a réalisé la plus grande émission de son histoire en plaçant 13Mds\$ (pour 26Mds\$ demandés).

De leur côté, les membres de la Fed rappelle régulièrement que la politique monétaire restera accommodante. Ce fut le cas encore la semaine dernière lorsque son président (J. Powell) a rappelé que les taux Fed n'augmenteraient pas avant 2024 et que cette hausse serait précédée par un arrêt des achats d'actifs. Le marché commence à intégrer ce message puisque depuis la dernière réunion du FOMC les anticipations de hausse de taux Fed ont diminué.

Un autre élément est le retour marqué des investisseurs japonais sur la dette américaine. En effet, après avoir vendu 37Mds\$ de Treasuries entre la mi-février et la mi-mars, ces investisseurs sont revenus à l'achat avec la nouvelle année fiscale japonaise qui s'ouvre au 1<sup>er</sup> avril et qui se traduit traditionnellement par un déploiement des stratégies d'investissement. Ainsi, depuis le début du mois d'avril ces investisseurs ont acheté 19Mds€ (données arrêtées au 9 avril) et ce mouvement devrait se poursuivre à court terme.

Enfin, au niveau géopolitique le regroupement de troupes russes à la frontière ukrainienne profitent également aux actifs non risqués, tels que les obligations du trésor américain, qui peuvent jouer un rôle défensif dans un portefeuille, en particulier face à des marchés actions au plus haut. La dégradation de la situation ukrainienne pourrait accentuer la baisse des taux américains.

A ce stade, les éléments explicatifs de la récente baisse des taux semblent donc avant tout techniques et poussés par des flux d'investissements. De même l'environnement géopolitique en Europe de l'est a pour le moment un impact limité sur les marchés. Dans ce contexte, les évolutions à venir des rendements américains resteront avant tout dépendantes des facteurs économiques, politiques et financiers. Ceux-ci, avec la réouverture des économies, les politiques monétaires et budgétaires expansionnistes et le déploiement des campagnes de vaccination devraient favoriser la poursuite de la montée progressive et contenue des rendements américains.

## Actions Europe

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) affichent une performance positive de 1,3%. Le secteur de la consommation cyclique (+3,4%) progresse le plus, porté par ses deux segments les plus importants l'automobile (+2,4%, notamment suite à la publication par Daimler de résultats trimestriels de bonne facture) et surtout le luxe (+4,1%), ce dernier reflétant la performance boursière (+7%) mais surtout opérationnelle de LVMH sur le T1 (croissance de l'activité de plus de 30% par rapport au T1 2020 mais surtout plus de 8% par rapport au T1 2019). Les secteurs de l'industrie (+1,7%) et des matériaux (+1,4%) contribuent également à cette hausse tout comme l'énergie (+1,6%) soutenu par l'appréciation du prix du baril de pétrole sur la semaine. A l'inverse les secteurs considérés comme défensifs affichent une performance à peine positive (consommation non cyclique, +0,1% et services de communication, +0,1%).

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

En termes géographiques ou de taille de capitalisations boursières, les performances sur la semaine sont homogènes entre le MSCI EMU (+1,3%), le MSCI EMU Small Cap (+1,3%) et le MSCI Europe (+1,2%). Notons à nouveau qu'en devise locale c'est l'indice suédois qui affiche la meilleure performance depuis le début de l'année (+21,6%) grâce à sa composante industrielle (Epiroc +37% ; Atlas Copco +31% ; Assa Abloy +26%).

Sur le plan des titres, Véolia arrive en tête de classement avec une progression de 10,1% bénéficiant de l'annonce de la finalisation d'un accord avec Suez pour le rapprochement des deux entités, marquant la fin d'une bataille acharnée depuis le 30 août 2020 dans le but de créer un champion mondial de la « transformation écologique » selon les termes de la société. Ce projet de rapprochement a créé une bataille politique, judiciaire et médiatique inédite; Suez ayant actionné sur ces sept derniers mois, tous les leviers juridiques et boursiers afin de défendre les intérêts de l'entreprise face à une situation jugée hostile. Ce conflit s'est finalement soldé par un accord à l'amiable, dimanche 11 avril 2021, permettant à Véolia de devenir le rare acteur mondial des services environnementaux. Les deux sociétés se sont mis d'accord sur un relèvement de l'offre à 20,50 euros par action en revoyant à la marge le périmètre de l'acquisition. Véolia avait racheté la participation d'Engie dans Suez à 18 euros. Antoine Frérot, PDG de Véolia, a été déterminé sur les actifs de Suez qu'il estimait stratégiques tels que les activités d'Agbar à Barcelone, celles au Chili, aux Etats-Unis, en Australie et au Royaume-Uni. En contrepartie, Véolia concède quelques actifs à l'international (Chine, Inde, Australie, Italie) qui constitueront le périmètre du nouveau Suez. Au final, nous aurons d'un côté Véolia, acteur de taille avec 37 milliards d'euros de chiffre d'affaires, présent sur l'eau, les déchets et l'énergie sur cinq continents. Et de l'autre, le nouveau Suez conservera une forte emprunte nationale et quelques activités internationales générant 7 milliards d'euros de ventes annuelles environ. L'opération doit être définitivement conclue d'ici au 14 mai, avant d'être soumise à une vingtaine d'autorités de la concurrence.



## Le regard de l'analyse financière et extra-financière

**L'OPA devenue hostile de Veolia sur Suez aboutit à un cessez-le-feu** actant le rapprochement entre les deux groupes. Veolia reprend 60 % de Suez, son chiffre d'affaires passerait de 26 à 37 milliards d'euros et ses effectifs mondiaux de 180 à 230.000 personnes.

Le nouveau Suez, détenu par Meridiam, la Caisse des dépôts et le consortium Ardian-GIP (s'il confirme son intérêt), pèserait près de 7 milliards de chiffre d'affaires (contre 17 aujourd'hui), pour 45.000 salariés. Pour la future équipe de Direction, après l'opposition acharnée dont a fait preuve l'actuel tandem composé du président de Suez, Philippe Varin, et du directeur général, Bertrand Camus, l'heure sera au renouveau. Concernant la taille de ce nouveau géant et de son marché, deux questions se posent. Avoir une « major » française au lieu de deux dans des appels d'offres internationaux, est-ce un atout ou un handicap ? Comment vont par exemple réagir les collectivités locales clientes de Suez en France : méfiance ou confiance ?

Dans le marché extrêmement fragmenté de l'eau et des déchets, la taille joue forcément au moment où les sujets d'environnement prédominent et où les plans de relance post-pandémie ouvrent une phase de croissance inédite. Le nouveau Veolia, même augmenté, ne détiendrait toutefois pas plus de 5 % des parts de marché mondiales.

## Actions Internationales

### Suivi des marchés Asiatiques :

Les marchés asiatiques ont évolué de façon contrastée sur la semaine avec la surperformance de l'Asie du Nord et de l'Australie, et la sous-performance des pays du sud et de la Chine. La surperformance de la Corée du Sud et de Taiwan est tirée par les secteurs de l'énergie, des matériaux de base et de l'industrie en raison de la hausse du prix de l'énergie, et d'une anticipation d'un rebond d'activité suite aux campagnes de vaccinations dans le monde. La hausse du marché australien est tirée par le secteur de la technologie, mais aussi par la santé et les matériaux de base.

Le Japon est resté relativement stable sur la semaine, malgré une détérioration de la situation sanitaire. A noter que la Banque du Japon n'est pas encore intervenue sur les achats ETFs en avril.

S'agissant des thèmes transverses, la semaine a été marquée par le renforcement des relations politiques entre les Etats Unis, le Japon et Taiwan. Spécifiquement, après sa visite à Taiwan, le chef de la délégation américaine (Chris Dodd, ancien Sénateur) a déclaré que le partenariat Etats-Unis /Taiwan est « plus fort que jamais ». De son côté, le Premier Ministre Japonais Suga va rendre visite aux Etats Unis et devrait faire une déclaration conjointe avec les Etats-Unis, évoquant la paix et la stabilité dans la zone (notamment Taiwan).

Du point de vue des annonces de société, lors de sa publication de résultats, TSM Corp a averti d'un risque de pénurie des puces de semi-conducteurs qui pourrait se prolonger jusqu'en 2022, même si la pénurie sur le secteur automobile devrait s'améliorer à compter du troisième trimestre 2021.

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Sur la semaine, la sous performance de la Chine s'explique par la volonté du pouvoir public de ne pas laisser une bulle financière et immobilière se former, ainsi que les craintes sur le risque de défaut de paiement de la première structure de défaillance Chinoise, la Huarong Asset Management Co.

Face à l'incapacité de produire des comptes pour l'exercice 2020 dans les délais réglementaires courant jusqu'au 31 mars 2021 (sous prétexte d'une « restructuration financière majeure en cours »), les investisseurs ont commencé à douter et s'inquiètent désormais d'un risque de faillite. A la bourse de Hong Kong, les actions sont suspendues depuis le 1<sup>er</sup> avril (le principal actionnaire étant le ministère des finances Chinois pour 50%). Pour rappel, la situation de Huarong est préoccupante depuis plusieurs années déjà, et son président Lai Xiamin, condamné pour corruption en 2020 a été exécuté en janvier 2021.

La Huarong AM gère environ 240 Mds\$ d'actifs, issus de cessions et transferts d'actifs de la part de banques en difficultés et d'achats d'actifs risqués dans le marché, faisant de Huarong AM un des plus importants gérant d'actifs risqués, apportant une importante liquidité à ce marché chinois. A son passif, Huarong affiche 42 milliards de dettes obligataires, dont 22 milliards en dollars, portés par les plus grandes banques et gérants d'actifs mondiaux. A court terme, Huarong fait face à 4 milliards d'échéances de remboursement en 2021. D'ici fin 2022, c'est 41% des échéances de dettes qui arrivent à maturité. A très court terme, la Huarong AM a maintenu ses engagements de remboursement (même si les obligations avril et mai traitent entre 90% et 100%) et vient à ce titre de transférer les fonds nécessaires au remboursement des échéances d'avril.

Toutefois, les incertitudes subsistent sur le règlement de la situation et la capacité de produire des comptes (rassurants et transparents pour permettre le renouvellement des dettes arrivant à maturité), et les investisseurs s'interrogent donc sur l'avenir du groupe. 3 scénarios nous semblent possibles:

1. Huarong et les régulateurs conviennent que la société peut redresser sa rentabilité sans avoir à imposer des pertes aux détenteurs d'obligations (cessions d'actifs non cœurs et de filiales déficitaires).
2. Huarong obtient rapidement son rapport annuel audité et publié, et les actions sont à nouveau autorisées aux échanges à Hong Kong. Les autorités chinoises pourraient également affirmer leur soutien à l'entreprise en injectant des capitaux ou en permettant aux banques d'État d'accorder de nouveaux prêts à l'entreprise.
3. De longues négociations avec les régulateurs s'engagent, empêchant la publication du rapport annuel, une suspension prolongée des actions, un manque de clarté pour les porteurs obligataires, et donc un scénario où «les banques et les investisseurs réduisent leurs expositions» par crainte d'une décote importante imposée dans le cadre d'une éventuelle restructuration de dette. Le manque de clarté pourrait entraîner de réels problèmes de liquidité (éventuellement une faillite de la structure China Huarong) et par ricochet des problèmes de liquidité sur le marché obligataire par la disparition d'un acteur majeur.

A court terme, la panique s'est déjà emparée du marché obligataire chinois, à tel point qu'un émetteur comme Tencent à, dans un premier temps, décidé de décaler une émission de 4 Mds\$ (finalement réalisée sans mal). De leur côté, les obligations à long terme de China Huarong s'échangent entre 65% et 75% du nominal (malgré un statut « d'investment grade » par les 3 agences de notation mondiale, quoique « sous revue »). Le règlement de cette situation très critique porte des enjeux politiques, car systémiques. L'Etat chinois poursuivra-t-il sa quête de transparence et de règlement par le marché des situations financières complexes, au risque d'imputer des pertes aux porteurs obligataires sur des obligations perçues comme implicitement garanties ? Ou à l'inverse, l'Etat va-t-il intervenir pour délester Huarong de ses actifs les plus risqués et recapitaliser l'entité sans faire prendre de pertes aux porteurs obligataires ? Implicitement, c'est la signature de l'Etat qui pourrait être en jeu et indirectement une nouvelle appréhension des primes de risque sur l'ensemble du marché obligataire chinois.

## Suivi du marché Américain :

Aux Etats Unis, le S&P progresse de plus de 1% sur la semaine et atteint des records absolus dans un environnement marqué par une quasi absence d'aversion au risque et ce malgré une situation sanitaire encore difficile dans de nombreuses régions du monde et alors que les signaux faibles se manifestent à travers le monde (matérialisation de certains risques financiers en Chine et nouvelles tensions géopolitiques entre les Etats Unis et la Russie). Les investisseurs préfèrent se concentrer sur les perspectives économiques permises par les soutiens monétaires et budgétaires indéfectibles et alors que les estimations de résultats sont revues en hausse à mesure que les premières publications arrivent. A ce propos, les banques ont débuté la période de publication des résultats, affichant de fortes progressions d'une année sur l'autre, stimulées par des activités de marchés en hausse et un environnement de crédit bénin, permettant déjà de reprendre une partie des réserves constituées en 2020. Néanmoins, ces publications n'ont pas permis de poursuivre la hausse des cours de bourse du secteur, les investisseurs se focalisant sur la faiblesse de la dynamique de prêts, dans un environnement où les marges nettes d'intérêt peinent à se redresser.

Parmi les autres secteurs, les matériaux, les services aux collectivités et l'immobilier ont ainsi davantage performé sur la semaine, profitant d'une détente des taux d'intérêt à long terme. Le secteur de la santé retrouve la faveur des investisseurs, après un début d'année marqué par les craintes d'une hausse de la fiscalité et d'une plus ample régulation sur les prix. Le secteur a par ailleurs été stimulé par la multiplication des opérations de fusions et acquisitions, à l'image de ThermoFischer sur PPD pour 17 Mds\$ (renforcement de sa présence dans les métiers de la recherche clinique, notamment pour les biotechnologies) ou encore de Diasorin sur Luminex et Avantor sur Ritter.

Le secteur technologique a également été animé par l'opération de Microsoft sur Nuance pour près de 20 Mds\$ (société connue pour son savoir-faire en matière d'assistants vocaux ayant notamment participé à l'élaboration de Siri pour Apple et qui a dé-

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

veloppé des outils d'intelligence artificielle dans les métiers de la santé). Cette opération illustre les ambitions que nourrissent les géants du numérique vis-à-vis de de la santé, et Microsoft, en s'appuyant sur son écosystème de solutions cloud, logicielles et collaboratives, compte ainsi jouer un rôle de premier rang dans la digitalisation des systèmes de santé.

Dans cet environnement où les fusions acquisitions foisonnent, la SEC a annoncé qu'elle allait instaurer de nouvelles règles comptables sur la valorisation des warrants émis dans le cadre des SPACs afin de rendre ce marché moins spéculatif. Plus de 550 SPACs se sont enregistrés auprès du régulateur US cette année, avec un objectif cumulé de plus de 162 Mds\$ de levée de fonds.

Parmi les annonces marquantes de la semaine, on retiendra la journée « investisseurs » de Nvidia, qui continue d'interpeller sur les transformations en cours au sein de l'industrie des semi-conducteurs. En effet, après avoir marqué les esprits l'année dernière en dévoilant des innovations de rupture avec ses puces GPU de dernière génération capables de réaliser des bonds technologiques majeurs en matière de traitement parallèle pour l'intelligence artificielle, le groupe s'attaque à présent aux processeurs CPU sur lesquels ils était pour ainsi dire inexistant. Cela sonne comme une menace ultime pour Intel dont c'est le cœur de métier et qui en a fait son camp retranché, étant de plus en plus marginalisé sur les ordinateurs et les mobiles notamment par ARM. En collaborant avec ce dernier, qu'il tente par ailleurs d'acheter, Nvidia capte progressivement une part essentielle de la valeur ajoutée des puces dédiées aux algorithmes d'intelligence artificielle, dont l'ère ne fait que commencer. Mais, au-delà, il développe un écosystème difficilement contournable dans lequel les revenus récurrents associés aux ventes de logiciels pourraient constituer autant, voire plus, que les ventes d'équipements physiques.



## Le regard de l'analyse financière et extra-financière

Les salariés de l'entrepôt **Amazon** de Bessemer, en Alabama, ont voté contre la syndicalisation de leur site. Près de 5 900 employés étaient appelés à voter par correspondance. Le « non » à la syndicalisation l'a emporté avec 1 798 voix, contre 738 votes en faveur du RWDSU, le syndicat national de la distribution que des employés voulaient rejoindre.

Amazon n'en est pas à sa première confrontation avec les mouvements syndicaux. En 2014, une première tentative de création d'un syndicat avait échoué dans un petit centre de distribution à Middletown, dans le Connecticut, après une intense campagne du groupe pour dissuader les salariés de participer au vote. Le même scénario s'est déroulé, un an plus tard, à Chester, en Virginie. Cette fois le mouvement a pris une dimension nationale notamment lorsqu'une partie du monde politique, jusqu'au Président Joe Biden a apporté son soutien aux salariés d'Amazon et à la liberté syndicale.

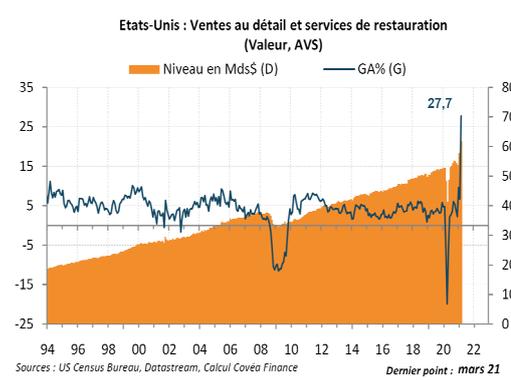
La gêne est également manifeste chez les autres Gafa, qui ne veulent pas voir émerger de syndicats. Début janvier, des salariés de Google ont annoncé la création d'un syndicat après des divergences avec leurs dirigeants autour du licenciement de chercheuses travaillant sur les questions d'éthique liées à l'intelligence artificielle.

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Les aides au revenu gouvernementales ont stimulé les ventes au détail de mars »

**Les données statistiques publiées cette semaine font état d'un rebond marqué de l'activité économique en mars. Soutenues par les chèques distribués aux ménages (1400\$ par individu gagnant moins de 75 000\$), l'avancée de la campagne de vaccination et la levée progressive des contraintes sanitaires, les ventes au détail ont enregistré un bond de près de 10% sur le mois.** Le niveau actuel des ventes au détail est désormais supérieur de 17% au niveau pré-pandémie de janvier 2020 (+27,7% par rapport à mars 2020). L'accélération des dépenses a été généralisée en mars, avec des mouvements particulièrement prononcés pour les secteurs de services touchés par la pandémie : les ventes dans la restauration et dans l'habillement affichent ainsi des hausses mensuelles de respectivement 13,4% et 18,3%. Par ailleurs, les ventes d'automobiles progressent de 15% en glissement mensuel et celles de carburants de 11% (vraisemblablement en raison de la hausse des prix).



**Cette reprise, dopée par la conjugaison d'un soutien gouvernemental exceptionnel et l'amélioration de la situation sanitaire, n'est pas sans effet sur le marché du travail.** Les nouvelles demandes d'allocations chômage standard ont reflué de près de 200 000 personnes sur la semaine du 10 avril, passant de 769 000 à 576 000, un nouveau point bas depuis un an. Les demandes totales d'allocation standard sont néanmoins restées stables à 3,7 millions. **Dans l'industrie, le rebond est également significatif après un mois de février marqué par les intempéries dans le sud du pays.** La production industrielle progresse de 1,4% en glissement mensuel, avec des augmentations d'activité tant dans le secteur minier (+5,7%) que manufacturier (+2,7%). La production des services aux collectivités s'inscrit par contre en recul (-11%), en lien avec la

moindre demande de chauffage après les tempêtes de neige de février. Dans le secteur manufacturier, les difficultés d'approvisionnement continuent de limiter l'activité, avec en particulier, la pénurie de semi-conducteurs qui contraint la production automobile. Si le redressement de l'industrie prend corps mois après mois, le niveau de la production américaine reste encore inférieur au niveau pré-pandémie (-3,3% par rapport à janvier 2020). Mais les indicateurs d'enquête poussent à l'optimisme quant à la poursuite du mouvement de rattrapage. L'indice de la Fed de Philadelphie s'établit ainsi à 50,3 points en avril (un chiffre positif désigne une croissance de l'activité), un nouveau point haut depuis 1973.

Le regain d'optimisme est également visible dans le Beige Book de la Réserve fédérale (Fed). Ce relevé des conditions économiques au travers des 12 Districts de la Fed fait état d'une dynamique nettement favorable de l'économie américaine sur la période allant de fin février à début avril. Les contacts de la Fed décrivent une activité économique en accélération sur un rythme modeste. Les dépenses de consommation se renforcent, et l'optimisme gagne le secteur touristique, soutenu par une reprise de la demande d'activités de loisirs et de voyages. La situation dans les services s'est généralement améliorée, en partie grâce au renforcement de la demande de transport, de services professionnels, et de loisirs et hébergements. Les ventes de véhicules neufs ont accéléré malgré la pénurie de semi-conducteurs qui contraint la production du secteur. Plus généralement, malgré des perturbations généralisées de la chaîne d'approvisionnement, l'activité manufacturière a continué de croître avec la moitié des districts citant une croissance robuste.

### Focus : Un rebond de l'inflation largement anticipé

**La croissance annuelle des prix à la consommation s'est accélérée en mars, dans un mouvement reflétant des effets de base favorables suite à la chute enregistrée en mars 2020.** L'inflation passe ainsi de 1,7% à 2,6%, avec une très forte contribution de la composante énergie qui affiche une hausse en rythme annuel de 13,2%. Cette accélération renvoie aux effets de base mentionnés (l'énergie avait enregistré une baisse mensuelle de 4,2% en mars 2020), mais aussi à une dynamique fortement haussière en ce début d'année (+5,9% en glissement mensuel en mars 2021).

Par ailleurs, l'inflation a été tirée par des composantes qui témoignent de la réouverture progressive de l'économie : les prix de location de voitures grimpent de 14% sur le mois et ceux de l'hôtellerie de 7,7%. L'inflation sous-jacente, hors alimentation et énergie, s'inscrit ainsi également en hausse et affiche une croissance annuelle de 1,6%, après 1,3%.

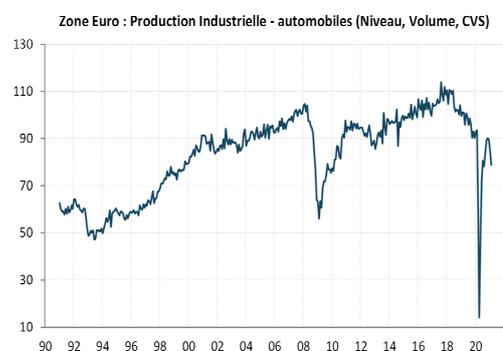
Les effets de base favorables et la forte demande sur certaines dépenses jusqu'alors contraintes, suite à la levée des restrictions sanitaires, exerceront des pressions haussières sur l'inflation annuelle dans les prochains mois. La Réserve fédérale a fortement insisté dans sa communication au cours des dernières semaines sur le fait qu'elle regarderait au-travers de ces effets, jugés transitoires, dans son appréciation de la dynamique des prix. Ainsi, le mouvement haussier sur l'inflation qui se matérialise actuellement n'est pas de nature à provoquer une inflexion de la politique monétaire, qui restera durablement accommodante.

# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Les contraintes sur l'offre pèsent sur la production industrielle »

**La Commission annonce des premiers déboursements des fonds du plan de relance européen (390 Mds€ de subventions et 360 Mds€ de prêts ; prix de 2018) plus tardifs que prévu.** Le Commissaire au budget Johannes Hahn a annoncé le 14 avril que les premières émissions de titres visant à financer ce plan (initialement prévue en juin) débiteront en juillet (à condition que tous les Etats membres aient ratifié le plan à cette date) à un rythme de 15 à 20 Mds€ par mois. Cette annonce implique des premiers versements plus tardifs que prévu. En effet, il est prévu qu'un premier versement représentant 13% des fonds éligibles soit versé aux Etats membres une fois que leur plan de relance national aura été validé par le Conseil européen (courant juillet en principe). Or, si la commission se concentre cette année sur la part de ce préfinancement qui correspond à des subventions, comme l'a expliqué J. Hahn, alors ce montant devrait correspondre à environ 45 Mds€. Ainsi, l'intégralité de ce préfinancement ne pourra pas être allouée avant septembre et non dès la validation de leur plan - en supposant que les premières opérations se concentrent sur les subventions. En effet, les demandes de prêts émises par les Etats membres à travers ce programme devraient probablement arriver encore plus tardivement.



**Au mois de février, la production industrielle en zone euro s'inscrit en recul, vraisemblablement en lien avec des contraintes du côté de l'offre.** Ainsi, la production manufacturière enregistre une baisse de 1,0% par rapport au mois précédent et atteint un niveau inférieur de 1,5% à son niveau d'avant crise. Cette dynamique doit toutefois être relativisée dans la mesure où elle est partiellement tirée à la hausse par l'industrie irlandaise, dont la production a été très volatile au cours des derniers mois. Par pays, la production industrielle affiche un déclin mensuel plus marqué en France (-4,6%) et en Allemagne (-1,6%) tandis qu'elle progresse modérément en Italie et en Espagne. La production demeure par ailleurs en-deçà des niveaux d'avant crise au sein des quatre pays. Par secteur, le recul est plus important au sein des biens d'équipements, et notamment au sein du secteur automobile (-7% par rapport au mois précédent). Ce dernier semble faire les frais des problèmes d'approvisionnement et des pénuries et rappelle, comme nous le faisons dans nos perspectives économiques et financières,

l'importance stratégique des chaînes de valeur mondiales. A court terme, les indicateurs de climat des affaires, en forte progression en mars, suggèrent une reprise de la production, en lien notamment avec une demande externe dynamique.

**En revanche, les ventes au détail se redressent en février à 3% en volume par rapport au mois de janvier**, mais restent inférieures à leur niveau d'avant crise (-2,9% en glissement annuel). Cette amélioration s'explique en partie par l'assouplissement de certaines mesures sanitaires sur le mois après les resserrements observés fin décembre et début janvier qui avaient lourdement affecté les ventes au détail sur le premier mois de l'année 2021 (-5,2%). Cette bonne dynamique s'est surtout observée en Italie (+8,6%) où une grande partie du pays avait rouvert ses restaurants et magasins début février. En Espagne, les ventes au détail ont aussi bien rebondi à 3,8%, après le fort déclin qui avait accompagné le pic épidémique de janvier, alors que l'Allemagne enregistre une progression plus modérée (1,2%) et que la France voit ses ventes au détail se contracter sur le mois (-1,2%) en lien avec l'instauration d'un couvre-feu national à 18h. Cet effet favorable de l'assouplissement sanitaire observé en février ne devrait toutefois pas continuer de soutenir la consommation en mars et avril comme de nouvelles mesures ont été mises en place face au rebond de l'épidémie. Néanmoins, le rebond de l'indice de confiance des consommateurs de la Commission européenne sur le mois de mars, à son plus haut niveau depuis le début de la crise et proche de sa moyenne de long terme, s'inscrit en faveur d'un rebond franc de la consommation une fois les restrictions levées. De plus, le taux d'épargne des ménages a atteint 19,8% au T4 2020 (contre 12,6% au T4 2019) et la croissance des dépôts des ménages auprès des banques se maintient à des niveaux historiques début 2021, ce qui devrait contribuer à ce rebond de la consommation, bien que la concentration de cette épargne auprès des populations les plus aisées, dont la pension à consommer est plus faible, devrait nuancer cet effet.

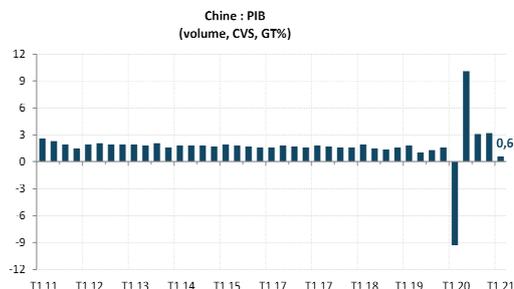
**Au niveau politique, l'identité du futur candidat à la chancellerie au sein de la coalition regroupant la CDU et la CSU se précise.** Le président de la CSU et ministre-président de la Bavière, Markus Söder a ainsi annoncé sa volonté de représenter la CDU/CSU lors des élections de septembre. Armin Laschet, ministre président de la Rhénanie-Westphalie et président de la CDU, souhaite également briguer le poste. Après l'annonce de M. Söder, le comité de direction de la CDU a annoncé qu'il soutiendrait A. Laschet. De son côté, la CSU ne s'est pas encore prononcée. Il n'existe pas de processus formel pour la désignation du candidat de la coalition. Ce dernier sera donc déterminé à la suite d'une période de conciliation. Les deux candidats semblent avoir un profil assez proche, tout deux dans la lignée d'A. Merkel et en faveur d'une alliance avec les écologistes. Néanmoins, certains sondages créditent M. Söder d'un meilleur score que son rival de la CDU.

**Au Royaume-Uni, l'activité renoue avec la croissance au mois de février et progresse, selon l'indice mensuel du PIB, de 0,4% par rapport au mois précédent après un recul de 2,2% en janvier.** En dépit des mesures de confinement stricte mises en place le mois précédent, l'activité fait preuve de résistance et montre ainsi une forme d'adaptation des agents économiques. Par secteur, la hausse de l'activité se concentre dans l'industrie manufacturière et la construction tandis que le secteur des services n'enregistre qu'une hausse marginale. Du côté du commerce, les flux commerciaux se reprennent après la baisse historique observée le mois précédent à l'occasion de la fin de la période de transition. Les exportations vers l'Union Européenne se redressent ainsi de 47% (après une baisse de 42%) tandis que la reprise des importations depuis l'UE est moins importante (+7% après une chute de 30%).

# Suivi Macroéconomique

## Asie

« La croissance du PIB chinois ralentit au 1er trimestre en variation trimestrielle »



Sources : Thomson Reuters, NBS, Cowi Finance

**Les chiffres du PIB du 1<sup>er</sup> trimestre 2021 attestent de la poursuite de la reprise de l'économie chinoise, avec une croissance record s'établissant à +18,3% en glissement annuel, après +6,5% au 4<sup>ème</sup> trimestre 2020.** La croissance du 1<sup>er</sup> trimestre 2021 bénéficie toutefois avant tout d'un effet de base favorable, en lien avec une activité particulièrement dégradée au 1<sup>er</sup> trimestre 2020 lors du début de la pandémie en Chine, ce qui relativise la croissance particulièrement élevée en glissement annuel dont font part les chiffres du 1<sup>er</sup> trimestre 2021. En comparant à l'année 2019 pour contourner l'impact de l'effet de base, le PIB du 1<sup>er</sup> trimestre 2021 est supérieur de 10,3% à son niveau du 1<sup>er</sup> trimestre 2019, ce qui correspond à un rythme annuel moyen de 5,0%, un rythme encore légèrement inférieur à la croissance tendancielle du PIB sur la période récente. En variation trimestrielle, la croissance chinoise a en fait ralenti au 1<sup>er</sup> trimestre 2021, s'établissant à +0,6%, après +3,2% au 4<sup>ème</sup> trimestre 2020.

Ce ralentissement s'explique par les restrictions sanitaires imposées dans une partie du pays en début d'année pour contenir le rebond de l'épidémie de Covid-19, ainsi que par la normalisation graduelle du soutien apporté à l'économie par les autorités, avec un investissement public moindre et un ralentissement de la croissance du crédit (cf. *infra*). Sur l'ensemble du trimestre, la croissance demeure avant tout tirée par les exportations et la production industrielle, comme lors de l'année 2020. Toutefois, les données mensuelles pour le mois de mars publiées en même temps que les chiffres du PIB font état d'un rééquilibrage graduel de l'économie, avec une accélération des ventes au détail au mois de mars (+34,2% en glissement annuel après +33,8% en janvier-février), tandis que la production industrielle est en ralentissement (+14,1% en glissement annuel après +35,1% en janvier-février). Ce rééquilibrage en faveur de la demande intérieure devrait se poursuivre dans les mois à venir, à mesure que la consommation privée rattrape son niveau d'avant-crise.

**Sur le plan du commerce extérieur, les chiffres du mois de mars font état d'une modération de la croissance des exportations, qui enregistrent une hausse de +30,6% en glissement annuel en mars, après +60,6% en janvier-février. Les importations sont quant à elles en accélération marquée avec +38,1% en mars en glissement annuel, après +22,2% en janvier-février.** Ces chiffres de croissance particulièrement élevés s'expliquent à nouveau par un effet de base favorable, puisque les échanges commerciaux chinois s'étaient fortement contractés en mars 2020 du fait de la pandémie. Cette dynamique distincte des exportations et des importations se traduit par une forte contraction de l'excédent commercial chinois, qui s'établit à 13 Md\$ de dollars en mars, après 50 Md\$ en moyenne lors des deux premiers mois de l'année 2021. L'accélération de la croissance de la valeur des importations reflète un effet volume, avec une demande intérieure chinoise en pleine reprise en mars (visible également dans les chiffres de ventes au détail mentionnés *supra*), ainsi qu'un effet prix, en lien avec la forte hausse du cours des matières premières (pétrole, minerai de fer et cuivre notamment), qui se poursuit au mois de mars. Il convient de noter que la hausse des importations du mois de mars est, comme en janvier-février, particulièrement marquée en provenance des Etats-Unis, ce qui reflète notamment les efforts de Pékin pour atteindre la cible d'importations fixée par l'accord commercial passé avec les Etats-Unis en janvier 2020. Le ralentissement modéré des exportations est plus surprenant, dans un contexte de reprise économique au niveau mondial et notamment aux Etats-Unis avec la relance budgétaire. Ce ralentissement des exportations est particulièrement marqué à destination du Japon et de l'ASEAN mais s'étend également à l'Europe et les Etats-Unis. Il affecte notamment les produits qui avaient fait l'objet d'une forte demande en 2020 : les équipements médicaux (dont masques) en premier lieu et les produits électroniques dans une moindre mesure.

**Les données de crédit pour le mois de mars témoignent d'un ralentissement substantiel, en lien avec une base élevée.** En termes de flux, le montant agrégé de financement apporté à l'économie s'élève à 3 300 milliards de yuans en mars, en baisse par rapport à 5 200 milliards au mois de mars de l'année dernière, lors duquel les flux de crédit s'étaient montrés particulièrement élevés, en lien avec les mesures de relance de l'économie prises par les autorités. En termes de stock, l'encours de crédit total est également en ralentissement notable, avec une croissance de +12,3% de l'encours de crédit total en glissement annuel en mars 2021, contre +13,3% en février. En termes de composition, les flux de crédits bancaires de moyen et long terme accordés aux entreprises continuent d'augmenter, suggérant une dynamique robuste de l'investissement. Les prêts immobiliers accordés aux ménages sont eux aussi en augmentation en glissement annuel, malgré la volonté des autorités de restreindre ce pan du crédit. Pour ce qui est du crédit non-bancaire, les prêts accordés par les *shadow banks* se contractent de façon marquée en mars, tandis que les émissions d'obligations par les entreprises sont aussi en forte baisse, en lien avec la multiplication du nombre de défauts obligataires au premier trimestre, notamment dans le secteur immobilier. **La dynamique des prix de l'immobilier demeure par ailleurs inchangée au mois de mars, avec une hausse des prix de l'achat de logements neufs de +0,4% en variation mensuelle** en moyenne pour les 70 villes couvertes par l'enquête du NBS, un rythme identique à celui du mois de février. La poursuite de l'augmentation des prix, qui intervient en dépit des efforts des autorités pour limiter l'exposition des institutions financières à l'immobilier, concerne 62 des 70 villes de l'indice. Les plus grandes villes du pays voient toutefois la croissance des prix de l'immobilier ralentir, une dynamique contrebalancée par l'accélération des prix dans les villes de taille intermédiaire.

# Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		nov.-20	déc.-20	janv.-21	févr.-21	mars-21	avr.-21	
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,7	-3,4	-2,1	-4,8	1,0		
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	-2,6	-3,5	-1,0	-2,1			
	Créations / Destructions nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	264	-306	233	468	916		
	Exportations (volume, CVS, GA%)	-2,7	-0,8	0,0	-8,0			
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	4,5	5,5	5,2	5,2	4,2		
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,2	1,4	1,4	1,7	2,6		
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, M ds €)	4742,3	4710,1	4713,3	4725,0		
		Taux de chômage (%de la population active)	8,3	8,2	8,3	8,3		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-0,3	-0,3	0,9	0,9	1,3	
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (Indice)	97,1	98,6	95,9	99,8	104,4	
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	9,2	1,6	-6,3	-5,4		
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	7,4	6,8	1,3	5,8		
	France	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-3,3	-3,0	-1,9	-2,1		
		Banque de France - Climat des affaires (Indice)	96,6	98,1	98,5	100,6	104,9	
		Climat dans le secteur de la construction (Indice)	-16,3	-16,6	-13,8	-12,5	-4,8	
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	-15,5	3,8	-0,1	-0,1		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,9	-3,2	-0,2	-6,6		
	Italie	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-6,8	-6,1	-1,1	-8,8		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,0	-1,2	-2,5	-1,0		
		PMI Manufacturier (Indice)	51,5	52,8	55,1	56,9	59,8	
	Espagne	Exportations (valeur, CVS, GA%)	3,0	-3,7	-1,7	-2,3		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,2	-1,5	-2,3	-2,1		
		PMI Manufacturier (Indice)	49,8	51,0	49,3	52,9	56,9	
	Royaume-Uni	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-1,8	-2,0	-6,7	0,0		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-2,7	-2,3	-4,3	-3,5		
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	2,2	3,0	-5,9	-3,6		
	Asie	Inflation (prix à la consommation, GA%)	0,3	0,6	0,7	0,4		
		Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	-1,2	0,5	-5,9	-4,5		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-1,7	0,9	7,9	-0,7	13,6	
		Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	-1,9	-3,0	-1,3	-0,3		
Chine	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-1,0	-1,2	-0,6	-0,4			
	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	7,0	7,3		35,1	14,1		
	Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	1,9	3,2		108,4	68,1		
Autres émergents	Importations (valeur, NCVS, GA%)	4,1	6,8	26,9	17,4	38,1		
	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	3,9	5,5	4,8	2,8			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	4,3	4,5	4,6	5,2	6,1		
	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	-4,8	-1,3	-1,9	-3,2	1,1		
Russie	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	4,4	4,9	5,2	5,7	5,8		

11/03/2021 date de nos dernières Perspectives Économiques et Financières

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

Sources : Thomson Reuters, Covéa Finance

# Tableaux synthétiques

INDICATEURS DE MARCHES			31/12/20	11/03/21	16/04/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 11/03/21 (% ou pbs)*		
<b>Marchés obligataires</b>	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	2,75	0,75	0,75		
		Russie	4,25	4,25	4,50	0,25	0,25		
		Inde	<b>4,00</b>	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	1,54	1,58	0,67	0,04		
		France OAT	-0,34	-0,09	-0,01	0,33	0,08		
		Allemagne	-0,57	-0,33	-0,26	0,31	0,07		
		Italie	0,54	0,60	0,75	0,20	0,15		
		Royaume-Uni	0,20	0,74	0,76	0,57	0,03		
		Japon	0,02	0,10	0,09	0,07	-0,01		
Corée du Sud		1,73	2,02	2,02	0,29	0,00			
Brésil		3,22	4,16	4,04	0,82	-0,12			
Russie	6,01	6,77	6,96	0,95	0,20				
Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,6	242,7	-0,58	0,06			
<b>Marchés des changes</b>	Contre euro (1 € =...devises)	Dollar	1,22	1,20	1,20	-1,9	0,0		
		Sterling	0,89	0,86	0,87	-3,1	1,1		
		Yen	126,2	130,1	130,4	3,3	0,2		
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1136	1117	2,2	-1,7		
		Real brésilien	5,2	5,5	5,6	7,5	0,9		
		Rouble	74,0	73,3	75,8	2,4	3,4		
		Roupie indienne	73,1	72,9	74,4	1,8	2,0		
		Yuan	6,5	6,5	6,5	-0,1	0,2		
		<b>Marchés actions</b>	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	3939	4185	11,4	6,2
				Japon - Nikkei 300	382	403	410	7,2	1,6
France - CAC 40	5551			6034	6287	13,3	4,2		
Allemagne - DAX	5954			6284	6652	11,7	5,8		
Zone euro - MSCI EMU	128			137	143	11,8	4,5		
Royaume-Uni - FTSE 100	6461			6737	7020	8,7	4,2		
Corée du Sud - KOSPI	2821			3014	3199	13,4	6,1		
Brésil - Bovespa	119409			114984	121114	1,4	5,3		
Russie - MICEX	3275			3509	3598	9,9	2,6		
Inde - SENSEX	47751			51280	48832	2,3	-4,8		
Chine - Shangāi	3473			3358	3427	-1,3	2,1		
Hong Kong - Hang Seng	27231			28908	28970	6,4	0,2		
MSCI - BRIC	1296			1367	1317	1,6	-3,7		
Euro	S&P (€)				13,6	6,3			
	Nikkei 300 (€)				3,7	1,4			
	FTSE 100 (€)				12,2	3,1			
<b>Matières premières</b>	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	555	586	21,0	5,5		
		Indice CRB**	444	499	515	16,1	3,3		
	Energétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	70	67	28,9	-4,1		
	Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1895	1723	1779	-6,1	3,3		
		Prix de la tonne de cuivre	7766	9058	9211	18,6	1,7		

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

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

11/03/2021: 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.