

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

31 Mai 2021

Rédacteurs

Gestion  
Recherche Economique

## Reprise en main et mise au pas

La reprise en main des sociétés technologiques de l'internet par le pouvoir central de Pékin se poursuit. Sous couvert de répression des comportements anticoncurrentiels, elle passe par la distribution d'amendes records. Tencent succèdera donc à Alibaba dans la liste des entreprises condamnées.

Dans le cas du conglomérat de M. Jack Ma, il est intéressant de noter qu'après avoir contraint Ant Group (la filiale de paiement en ligne) à renoncer à son introduction en bourse et à se restructurer en holding financière dans le cadre d'un « plan de rectification », il est exigé d'eux aujourd'hui la transmission de leurs données clients en matière de prêts à la consommation. Un actif (le « big data ») extrêmement précieux pour un contrôle des scores...de crédit financier. Alipay, la filiale de paiement mobile rassemble près de 700M d'utilisateurs et grâce à ces données avait pu concurrencer les banques traditionnelles en matière d'offre de crédits et de gestion de portefeuille. Une concurrence devenue outrancière alors que son statut de fintech lui faisait échapper à la supervision des acteurs bancaires. Mais si innover c'est bien, réguler c'est mieux! Une évidence pour la Chine, fort de sa précédente lutte contre la « finance de l'ombre », qui a représenté ces dernières années un secteur complexe à défaire après le Krach de 2015.

Le pouvoir chinois resserre donc son contrôle et ne veut plus rien laisser à l'écart de sa régulation. Des exigences en capital et des obligations de rapports d'activité détaillés accompagnent désormais les activités de microcrédits en ligne. En conséquence, de nombreuses introductions en bourse d'entreprises technologiques ont été annulées sur le « Star Market », le Nasdaq chinois porté par le président Xi Jinping en personne. Un problème de stabilité financière autant qu'un problème d'image à maîtriser. C'est pourquoi les activités media de ces géants de la technologie pourraient faire à leur tour l'objet de toutes les attentions de Pékin. Alibaba possède en effet de grands quotidiens, comme il possède Weibo, le réseau social chinois de type Twitter...

Comme aux Etats-Unis ou en Europe, les « big Tech » chinoises font face au retour du politique. Après la question du consentement de l'utilisateur des données personnelles, de la taxe Gafa, partout ces entreprises se voient opposer la demande d'instauration de silos imperméables entre leurs activités de plateformes. Un enjeu pourtant pour les Etats, avant la nécessaire collaboration de ces entreprises dans les projets de monnaie banque centrale digitale.

### Sommaire

#### Suivi des marchés

Marchés obligataires  
Marchés actions  
Regards financiers & extra-financiers

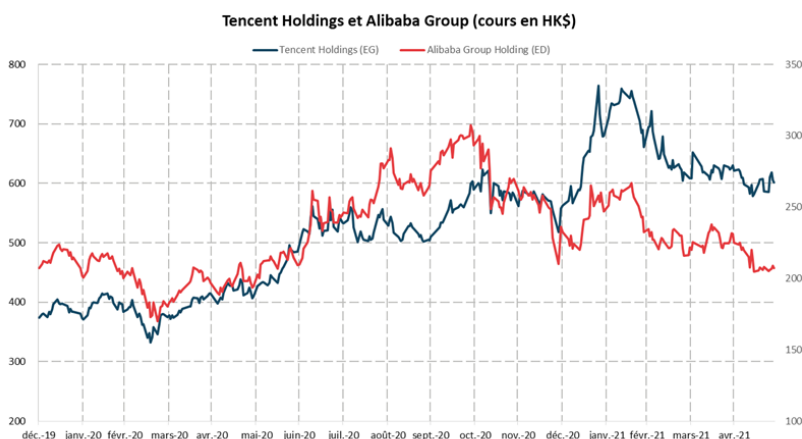
p2

#### Suivi macroéconomique

Etats-Unis  
Europe  
Asie

p6

### Focus de la semaine



« ne rien laisser à l'écart de la régulation »

Source : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Obligataire : le regard du gérant

### Marché de taux

La semaine dernière, la demande sur le Reverse Repo (opérations de mises en pensions de titres par la FED auprès des contreparties) a encore été très forte avec des opérations quotidiennes allant de 394,9 Mds\$ à 485,3 Mds\$, point le plus haut depuis sa création en 2013.

Du côté des marchés de taux, nous avons assisté à un mouvement de baisse des taux, dans le sillage de messages plus prudents de la part des banques centrales sur les craintes inflationnistes et leur caractère transitoire. Ainsi, les taux allemands ont baissé de 5 pbs à -0,18% et la France de 8 pbs à 0,17%. Les pays périphériques se sont resserrés par rapport à l'Allemagne et plus particulièrement l'Italie qui est repassée significativement sous les 1% à 0,91%.

Au 21/05, l'encours des programmes d'achat d'actifs de la BCE a augmenté de 28,5 Mds€.

Le marché du crédit a été soutenu la semaine dernière et a continué de se resserrer. Le marché primaire d'entreprise est, quant à lui, resté très actif avec 12.9 Mds€ émis (10.8 Mds€ la semaine précédente), dont près de 50% sur la journée de mercredi. Le taux de couverture moyen, 3.2x, masque à nouveau des situations contrastées (de 1.7x à 9.8x), que l'on retrouve sur les primes d'émission. Après un début de mois marqué par une surreprésentation du haut rendement, les émetteurs de la catégorie investissement ont retrouvé leur poids « naturel » depuis la semaine dernière, ils représentent 85% des volumes. Le poids des émissions « responsables » (green, social) est plus élevé encore que la semaine dernière, pourtant déjà à un niveau très haut. Celles-ci ont représenté quasiment la moitié des volumes.

### Focus : Les banques centrales face à un nouveau dilemme.

Les prévisions économiques, la hausse des anticipations d'inflation et la diminution des risques pandémiques amènent les banques centrales à envisager le resserrement des conditions de leurs politiques monétaires. Après des années de politiques de plus en plus accommodantes et d'injections de liquidités de plus en plus importantes, va-t-on finalement inverser le processus ?

Certaines banques centrales comme celles du Canada et de la Nouvelle-Zélande ont déjà commencé à réduire leurs achats d'actifs ou le rythme de leurs achats. La banque d'Angleterre a même laissé entendre la semaine dernière qu'elle pourrait monter ses taux directeurs dès 2022.

A l'inverse, la Réserve Fédérale Américaine et la Banque Centrale Européenne continuent de répéter qu'il est encore trop tôt pour changer de politique. Ainsi, Christine Lagarde, le 21 mai, s'est clairement exprimée en signifiant que la réduction du rythme des achats n'était pas à l'ordre du jour de la réunion du mois de juin. De même que la FED insiste sur le caractère transitoire de l'inflation.

La BCE a un objectif non affiché de maintien des conditions de financement pour les Etats. Pourtant, la hausse des taux nominaux et des taux réels, malgré l'augmentation des achats depuis le mois de mars, ne va pas dans ce sens. Aujourd'hui le message des banques centrales sur le caractère temporaire de l'inflation semble crédible aux yeux des investisseurs. La BCE met en garde contre tout resserrement prématuré de la politique monétaire tant l'équilibre est précaire.

## Actions Europe : le regard du gérant

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) affichent une performance (+1,1%) dans un contexte de statistiques suggérant une poursuite de la hausse des prix. A ce titre, on constate une rotation sectorielle marquée opposant des secteurs à la hausse tels que l'immobilier (+4,6%), la technologie (+3,2%) ou la consommation cyclique (2,7%) contre des secteurs plus défensifs tels que les services aux collectivités (-1,4%) et la santé (-1,0%). Sur le plan des titres, la foncière commerciale Deutsche Wohnen arrive en tête de classement avec une progression de 16,1% suite à l'annonce d'une OPA de son concurrent Vonovia spécialisé sur le résidentiel. A l'inverse, Bayer baisse de près de 7%, suite à la décision d'un juge américain de rejeter sa proposition de règlement de 2 milliards de dollars pour les futurs litiges sur le glyphosate. En termes géographiques, l'indice irlandais progresse de 1,9% grâce à ses expositions cycliques. En fin de tableau, l'indice portugais ferme la marche avec un recul de 0,6% en raison de son ancrage sur les services aux collectivités. Enfin, depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap maintient son avance (+16,2%) devant le MSCI EMU (13,4%) ou le MSCI Europe (+12,4%).

Cette semaine, nous souhaitons apporter un éclairage sur la déroute du groupe français Solutions 30, leader européen des interventions techniques de proximité (installation fibre, compteur connecté...), qui fait face à des problématiques comptables, à l'instar des épisodes Wirecard (2020), Steinhoff (2017) ou Let's Gowex (2015). En effet, le cours du titre est chahuté depuis la fin d'année 2020 et la diffusion d'un rapport anonyme mettant en avant les liens supposés du groupe avec des réseaux mafieux, du blanchiment d'argent et des erreurs comptables. Le groupe, valeur plébiscitée par de nombreux fonds d'investissement, avait intégré la bourse en 2005 avec une capitalisation de 4.5 millions d'euros pour atteindre plus de 2 milliards de capitalisation au plus haut fin 2020. Le groupe avait répondu aux accusations en mandatant des experts indépendants, Deloitte et Didier Kling & Associates, qui ont rendu des conclusions favorables, accréditant la communication du management. Malgré ces éléments, la société a demandé début mai la suspension de son cours de bourse pendant près de 10 jours ouvrés, sans plus d'informations, élément inédit sur la place parisienne depuis Marionnaud en 2004.

A l'issue de cette longue suspension de cotation, Solutions 30 a annoncé que son auditeur Ernest & Young Luxembourg (EY)

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

n'était pas en mesure de formuler une opinion sur les comptes de 2020, tout en reprochant au Groupe de ne pas avoir donné suite à ses demandes. Alors qu'une société cotée doit impérativement avoir des comptes certifiés, les conséquences sont préoccupantes comme l'éventuel remboursement anticipé de dettes sous convention bancaire avant la fin juin ou la perte de contrats commerciaux. Logiquement, lors de la reprise de cotation, le cours s'est effondré de plus de 70% dans des volumes représentant plus de 40% du flottant. Pour se défendre, le management de Solutions 30 a saisi le tribunal de Bobigny afin de désigner un conciliateur tout en recherchant des actionnaires de référence. En outre, un article du Financial Times enfonceait le clou en mettant en lumière qu'un certain nombre de contrats et de transferts d'argent en 2013 et 2014, non déclarés dans les rapports annuels, avaient eu lieu entre un fournisseur et des sociétés liées aux dirigeants et leurs proches, notamment en Tunisie, en Roumanie et à l'Île Maurice.

Ce nouveau rebondissement dans l'histoire de Solution 30 donne un écho particulier aux vendeurs à découvert qui se sont positionnés depuis les premières. Les analystes avaient gardé confiance, pour la plupart, dans les fondamentaux de l'entreprise jusqu'à la non-certification des comptes, entraînant une vague importante de dégradations d'opinion. Ce nouveau triste épisode rappelle, si besoin, l'impérieuse nécessité de formuler ses propres appréciations sur la véracité des comptes financiers d'un émetteur.



## Le regard de l'analyste

**Forêts européennes : L'évolution du stock d'arbres au sein des forêts européennes est au cœur d'un vif débat : tandis qu'une équipe scientifique de la Commission européenne a publié une étude affirmant que celui-ci est en recul (d'après ces calculs, la superficie des parcelles soumises à la déforestation aurait augmenté de 49 % pour la période 2016-2018 en comparaison à la période 2011-2015), plusieurs groupes d'experts ont exprimé leur désaccord face à ces conclusions.** Les secteurs de la construction et de l'emballage, tout comme les centrales thermiques, sont fortement consommateurs de bois. Mais la demande est aussi largement tirée par les importations chinoises, qui se font au détriment des scieries françaises notamment - ces dernières aimeraient par conséquent que la vente des chênes bruts soit limitée à l'Union Européenne.

La sylviculture durable, qui permet à la fois de valoriser économiquement le capital forestier sans toutefois le dégrader et en y préservant la biodiversité, a donc un grand rôle à jouer. **Le Carbon Disclosure Project (CDP), qui est particulièrement connu pour noter l'impact des entreprises sur le changement climatique, développe désormais sa notation environnementale en lien avec les forêts.**

**La sylviculture durable est une thématique sur laquelle nous misons à travers le fonds Covéa Terra.** Par exemple, SVENSKA CELLULOSA (SCA) est un spécialiste européen de la production et commercialisation de papiers et de bois. Son actif forestier, de la taille de la Belgique, est géré de manière responsable et durable : le volume des arbres en croissance dans les forêts dont l'entreprise est propriétaire a augmenté de 50% depuis 1950. Les produits en bois de SCA peuvent être utilisés pour la construction de bâtiments, et ainsi remplacer des matériaux tels que le béton, l'acier ou le plastique, qui ont un impact environnemental plus important. Ainsi, l'écoconception des produits de SCA a non seulement permis d'éviter 6 millions de tonnes de CO<sub>2</sub>, mais les forêts du groupe captent également l'équivalent de 10,5% des émissions carbone de la Suède.

## Actions Internationales : le regard du gérant

### Marchés Américains

Aux Etats Unis, le S&P 500 progresse de plus de 1% sur une semaine marquée par l'optimisme des investisseurs, les préoccupations relatives aux pressions inflationnistes passant au second plan et la confiance dans la capacité de la FED à adapter sa politique monétaire semblant réitérée. Ce contexte bénéficie plutôt aux valeurs de communication qui affichent une surperformance, le secteur étant porté par la bonne dynamique de revenus publicitaires associé au rebond économique mais aussi par le contexte de fusions et acquisitions après l'annonce la semaine précédente du rapprochement entre Time Warner et Discovery. L'immobilier, ainsi que les valeurs de consommation exposées à la reprise progressent également (hôtels, loisirs, croisière). La distribution spécialisée (Dick's Sporting Goods et Urban Outfitters) bénéficient du retour des clients en magasin après un an marqué par une consommation essentiellement en ligne. Enfin, les valeurs technologiques continuent de se reprendre dans ce climat d'apaisement sur les taux, deux valeurs s'illustrant particulièrement cette semaine suite à des publications de résultats favorables. NVidia, leader des puces dédiées au traitement accéléré (GPU) pour les jeux vidéos et les centres de données a fait état d'une croissance très robuste et divulgué des perspectives favorables en dépit d'un contexte de pénurie dans les chaînes d'approvisionnement et de risques de volatilité associés à la chute des crypto monnaies auxquelles le groupe est marginalement exposé. Salesforce.com, leader dans les solutions de relation clients et partenaires clés des entreprises pour la transformation digitale a également publié des revenus et bénéfices en forte hausse et augmenté ses anticipations de résultats pour les prochains trimestres.

D'un point de vue spécifique, nous notons que les travailleurs du centre d'opérations à distance du groupe BHP, le plus grand producteur de cuivre du Chili, ont rejeté la dernière offre salariale de l'entreprise et commenceront une grève mercredi risquant de poursuivre les tensions déjà observées sur le prix du cuivre. Environ 200 employés de BHP Chili fournissent des services de contrôle aux mines de cuivre géantes d'Escondida et de Spence à partir d'un centre créé il y a deux ans à Santiago. BHP pourrait ainsi être en mesure de continuer la production pendant un arrêt mais pas à pleine capacité. L'impasse au centre de contrôle donne une indication de la manière dont les négociations peuvent évoluer avec les principaux syndicats des deux mines. Les travailleurs de Spence voteront sur une offre plus tard cette semaine, tandis que les employés d'Escondida doivent commencer les négociations en juin. Une série de négociations de contrats dans les mines chiliennes fait partie des risques

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

d'approvisionnement qui ont contribué à faire monter le cuivre à un record alors que la reprise des économies stimule la demande.

La marche forcée de Ford vers la transformation de son modèle, une présentation qui a permis au titre d'afficher une hausse de 10% cette semaine, portant la progression à 65% depuis le début de l'année :

Alors que l'automobile vit une transformation radicale vers l'électrification et alors que Ford était considéré comme en retard face à d'autres constructeurs en la matière, le groupe a présenté ses ambitions au cours d'une journée investisseurs. Le groupe se montre ambitieux non seulement sur l'électrification mais aussi sur les déploiements de systèmes électroniques d'aide à la conduite vers davantage d'autonomie et impliquant une évolution du modèle économique pour aller vers plus de services vendus sous forme d'abonnements. Ford s'engage ainsi à ce que 40% de son volume mondial soit entièrement électrique d'ici 2030, ce qui implique que ses investissements dédiés aux véhicules électriques passeront à \$30 milliards d'ici 2025 contre 22 précédemment.

La coentreprise qu'il a formé avec SK Innovation lui permet d'envisager une réduction du coût de ses batteries de l'ordre de 40% d'ici 2025 pour tendre à environ 100 dollars par kWh et, à plus long terme, à 80 dollars par kWh, permettant ainsi à ses véhicules d'être plus compétitifs que des véhicules thermiques comparables en intégrant notamment les coûts de maintenance et de consommation énergétiques réduits. Cet objectif de réduction de coûts se fera sur plusieurs fronts, dont l'optimisation des matériaux et des processus de fabrication, mais c'est surtout par l'effet d'échelle sur les volumes et l'amélioration des chaînes d'approvisionnement que les gains seront les plus significatifs.

Ford déploiera deux architectures pour l'assemblage des véhicules électriques d'ici le milieu de la décennie : une pour les voitures et SUV et une autre pour les camionnettes et les gros Pick-Up ou SUV ce qui constituera une simplification opérationnelle dans la mesure où le groupe compte actuellement 5 plateformes pour les véhicules thermiques. Mais surtout, les plateformes permettront de produire à la fois des véhicules électriques et thermiques ce qui contribuera à améliorer l'effet d'échelle sur les volumes. Il est intéressant également de constater que les stratégies industrielles seront différentes selon qu'il s'agira de véhicules commerciaux ou personnels avec des technologies de batteries répondant aux exigences de chacune des catégories.

En outre, Ford prévoit d'externaliser uniquement l'électronique de puissance, mais fabriquera les moteurs électriques et les essieux électriques en interne. Le groupe insiste sur le fait que son effet d'échelle constituera un avantage concurrentiel déterminant face à de nouveaux entrants portant notamment sur l'approvisionnement en composants auprès de fournisseurs tiers, le groupe disposant d'un pouvoir de négociation plus élevé.

Ford va progressivement généraliser les capacités OTA (over-the-air ou mise à jour à distance) de 1 million de véhicules d'ici juillet 2022 à 33 millions d'ici 2028, et son système d'assistance à la conduite est pensé comme un moyen d'améliorer la relation et fidélité clients. Le groupe estime que l'opportunité de marché associée aux services connectés à \$20 milliards d'ici 2030 sous forme d'abonnements. Ces services incluront notamment des capacités de maintenance prédictive qui permettront d'améliorer l'aléa mécanique mais surtout de réduire le coût d'intervention en anticipant les pannes et les interventions. Les coûts de garantie pour les constructeurs seraient également sensiblement réduits avec la généralisation d'un tel système. Mais c'est surtout sur la clientèle professionnelle que le groupe espère capitaliser via ses services en intégrant notamment la gestion de la recharge, de la télématique, de la maintenance et, bien sûr, du financement. L'électrification et le déploiement de solutions digitales devraient ainsi contribuer à faire passer des revenus de 27 à 45B\$ d'ici 2025.

Un plan ambitieux qui repositionne Ford dans la marche vers l'électrique... mais qui montre également à quel point la bataille va être rude et potentiellement destructrice entre tous les constructeurs d'ancienne et de nouvelle génération !

## Marchés Asiatiques

Semaine de hausse en Asie tirée notamment par les secteurs les plus exposés au cycle économique mais aussi par la technologie suite aux commentaires rassurants concernant l'inflation américaine de la part de la Réserve Fédérale et des banques centrales en général. A l'inverse des pays du Sud de l'Asie qui affichent dans l'ensemble de belles progressions, la Corée du Sud est pénalisée par des anticipations de resserrements monétaires liées à des perspectives de croissance revues en hausse. En Inde, la sous-performance des valeurs bancaires explique également la moindre performance du pays par rapport à ses pairs, suite à de mauvais chiffres concernant la croissance du crédit dans le pays. Les difficultés du pays continuent également de peser sur les comptes publics, puisque l'Inde devrait être confrontée à une hausse de ses émissions obligataires pour la deuxième année consécutive afin d'indemniser ses États de leurs pertes de revenus. Le montant fait partie d'une compensation que le gouvernement fédéral a accepté de payer aux États pour toute perte de revenus en raison de l'introduction d'une TVA à l'échelle nationale. Sur le front des devises, le Yuan atteint son plus haut niveau depuis trois ans, à 6.40 dollars .

En Chine, les mesures contre les positions dominantes continuent de prendre de l'importance. Le régulateur chinois vient d'infliger des amendes à Yuanfudao (soutenue par Tencent) et à Zuoyenbang (soutenue par Alibaba), deux sociétés de formation en ligne, qui ont falsifié les qualifications du personnel enseignant. Par ailleurs, afin de limiter le levier financier des plateformes Internet et de limiter leur croissance, le régulateur continue d'agir de façon très indirecte. Ainsi, Ant Group a abandonné l'émission de \$2,8 mds des dettes adossée à les prêts en ligne (ABS) pour se conformer à la demande réglementaire. Du fait de la conservation de ces titres à son bilan, le groupe ANT risque d'être pénalisé dans sa capacité à poursuivre de nouvelles émissions, redirigeant la distribution de crédit vers le secteur bancaire, aux dépens des plateformes en ligne. De même, Tencent a reçu l'ordre de Pékin de placer ses activités liées aux finances dans une nouvelle société distincte.

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Enfin, l'antitrust chinois a lancé une enquête sur le géant de l'immobilier en ligne KE Holdings. La nouvelle de l'enquête pourrait ajouter aux incertitudes pour KE, soutenue par certains des investisseurs les plus influents d'Asie, notamment Hillhouse Capital, Tencent et SoftBank.



## Le regard de l'analyste

**AMAZON, COSTCO, TARGET, MCDONALD'S : tous ont annoncé récemment une hausse de leur salaire de base pour leurs employés américains.** Certains offrent même des primes à l'embauche, dans un contexte de reprise économique où 8,1 millions de postes vacants n'ont pas encore trouvé preneurs Outre-Atlantique. **Il serait tentant d'y voir les conséquences directes des nombreuses controverses sociales relatives à ces entreprises :** AMAZON, par exemple, est très régulièrement pointé du doigt quant aux conditions de travail pénibles voire dégradantes de ses employés, ce qui pourrait expliquer ses difficultés actuelles à recruter. **Toutefois, les raisons semblent être pour l'instant purement macroéconomiques.** Tout d'abord, les allocations chômage exceptionnelles peuvent freiner un retour sur le marché du travail – ce phénomène étant renforcé par la réouverture des écoles encore incomplète, obligeant certains parents à rester à domicile. Par ailleurs, le risque sanitaire associé aux métiers de la restauration ou de la distribution, avec un contact direct avec la clientèle, est aussi un frein au retour des employés.

Vingt-deux Etats américains (tous Républicains) ont par conséquent pris la décision de sortir dès courant juin de ces programmes d'aides fédérales exceptionnels, pourtant supposés durer jusqu'en septembre – ce qui nous permettra donc dans les prochaines semaines de juger si le niveau élevé des versements d'indemnités chômage était réellement le facteur principal bridant l'emploi. Si l'offre de travail était amenée à rester inférieure à la demande de façon durable, obligeant les entreprises à accentuer les hausses de salaires pour attirer des travailleurs, et ensuite à répercuter des hausses de prix pour maintenir leurs marges, le risque inflationniste pourrait s'intensifier, d'autant plus que ce dernier est également alimenté par la hausse des prix des matières premières (les pénuries de certains biens e.g. semi-conducteurs conduisant à des hausses de prix), ou encore la hausse du coût du fret maritime.

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

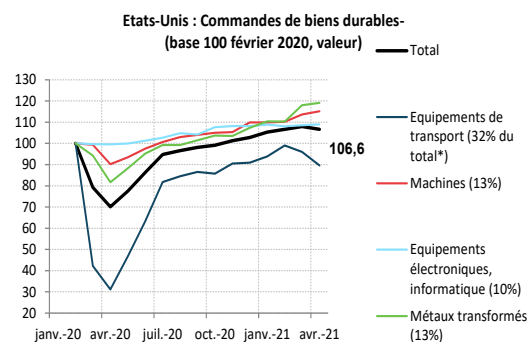
« Les discussions sur la réduction du rythme des achats de la Fed pourraient s'ouvrir prochainement »

**Les déclarations cette semaine de membres du Comité de politique monétaire (FOMC) de la Réserve Fédérale (Fed) confirment l'évolution des banquiers centraux sur le sujet du rythme des achats d'actifs**, actuellement fixé à 120 Mds\$ par mois. Le Vice-Président du Conseil des Gouverneurs, Richard Clarida, a évoqué la possibilité d'ouvrir la discussion sur une réduction du rythme des achats au cours des prochaines réunions du FOMC, en fonction de l'évolution des données. Dans la foulée, Randal Quarles (membre du Conseil des gouverneurs) s'est montré optimiste sur la dynamique d'activité et a estimé que si l'économie se comporte comme il le projette, il serait opportun d'ouvrir ce débat. Enfin, le Président de la Fed de Dallas, Robert Kaplan (membre non votant en 2021), a tenu des propos de même teneur. La prochaine réunion du FOMC se tiendra les 15 et 16 juin.

**Concernant les thématiques budgétaires, les négociations se sont poursuivies entre Républicains et Démocrates sur le plan de dépenses d'infrastructures.** Le montant proposé par l'administration Biden a été revu à la baisse à 1700 Mds (contre 2250 Mds\$ initialement) et les Républicains ont fait une nouvelle offre de plan à 928 Mds\$, contre 568 Mds\$ précédemment. Si l'écart entre les propositions se réduit, il reste substantiel, ce qui pourrait obliger l'administration Biden à renoncer à un plan bipartisan et, dans ce cas, compter sur le soutien complet de son propre camp au Congrès pour adopter ce plan, où la majorité Démocrate est très ténue.

Par ailleurs, l'administration Biden a présenté un budget de 6000 Mds\$ de dépenses pour l'année fiscale 2022, qui débute le 1<sup>er</sup> octobre 2021. Bien qu'en recul par rapport aux dépenses exceptionnelles liées à la pandémie prévues en 2021 (7200 Mds\$), ce montant atteste de la volonté de poursuivre une politique budgétaire très expansionniste. A titre de comparaison, le budget 2020 présenté en 2019 par l'administration Trump (en situation pré-pandémie) prévoyait 4700 Mds\$ de dépenses. Ce document n'a néanmoins aucune implication budgétaire directe et est essentiellement symbolique. Il permet d'indiquer au Congrès ce que la Maison-Blanche espère mettre en œuvre au cours des prochaines années et ainsi définir les priorités de l'administration. Celles-ci sont axées sur les infrastructures, les dépenses sociales, l'éducation, et la lutte contre le changement climatique, ce que reflétaient les deux propositions de plans de relance présentés en mars et avril (*American Job Plan* et *American Families Plan*). Les hausses des dépenses seraient partiellement compensées par une hausse de la fiscalité et l'administration Biden prévoit que les mesures envisagées augmenteront le déficit public de 800 Mds\$ sur 10 ans. Ces prévisions se fondent sur des hypothèses de croissance du PIB plutôt conservatrices à l'exception de 2022 (+4,3%, puis 1,9% en moyenne sur 10 ans). On peut ainsi relever que les plans de relance proposés, axés sur le développement du potentiel de croissance de l'économie américaine (infrastructures, éducation) ne semblent pas avoir un impact significatif sur la croissance à horizon 10 ans.

**Sur le marché du travail, les nouvelles inscriptions au programme standard d'allocations chômage enregistrent une baisse supplémentaire sur la semaine du 22 mai, confirmant le maintien d'une dynamique favorable de l'emploi.** Les nouvelles demandes s'élèvent à 406 000 personnes, après 444 000 la semaine précédente, ce qui marque un nouveau point bas depuis mars 2020. Les demandes totales aux allocations standards refluent également à 3,6 millions d'inscrits la semaine du 15 mai, contre 3,7 millions précédemment. En cumulant programmes standards d'indemnités et les dispositifs exceptionnels mis en place depuis le début de la crise sanitaire (prolongation des indemnités, éligibilité étendue aux indépendants) le nombre de personnes touchant des allocations passe de 16 millions à 15,8 millions la semaine du 8 mai.



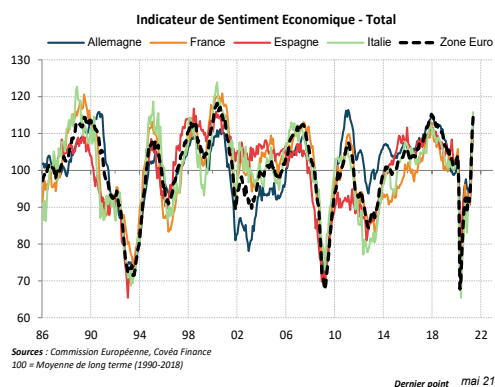
**Dans l'industrie, les commandes de biens durables s'inscrivent en recul de 1,3% en glissement mensuel en avril, mais les détails du rapport sont relativement encourageants.** En effet, la baisse mensuelle est essentiellement liée à une chute des commandes dans le secteur des transports (-6,7%) où le secteur automobile fait toujours face à des problèmes de pénurie de composants et où les commandes dans l'aviation peuvent être très volatiles. Hors équipements de transport, les commandes enregistrent une hausse solide de 1% sur le mois, après +3,2% en mars. Pour la composante biens intensifs en capital hors défense et aviation, qui s'approche de l'investissement en équipements des entreprises, la dynamique est également favorable avec une progression mensuelle de 2,3%, après 1,6% en mars.

**Du côté des ménages, les données de revenu et de consommation d'avril témoignent du contrecoup du soutien fédéral exceptionnel reçu en mars par les ménages.** Le revenu disponible enregistre une chute de 15% sur le mois, après le bond de 22,7% du mois précédent qui reflétait les envois de chèques de 1400\$ par le gouvernement fédéral. Hors transferts sociaux (chèques, prestations sociales), le revenu des ménages est toutefois resté bien orienté avec une progression de 1,1% sur le mois, tiré par la progression des revenus salariaux. Du côté de la consommation l'effet de balancier est nettement moins prononcé, avec un repli de seulement 0,1% sur le mois après +4,1% en mars. Le taux d'épargne des ménages qui avait été dopé par le soutien au revenu en mars, passe de 27,7% du revenu disponible à 14,9%, un niveau toujours très élevé relativement à la situation pré-crise (7,5% en 2019). Concernant l'inflation, les prix des dépenses personnelles de consommation progressent de 0,6% sur le mois. A la faveur d'effets de base très positifs (chute des prix en avril 2020 en lien avec la pandémie), la croissance annuelle des prix passe de 2,4% à 3,6%. De même l'inflation sous-jacente passe de 1,9% à 3,1%. Cette accélération de l'inflation était largement attendue et devrait se prolonger encore en mai.

# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Le plan de relance européenne a été approuvé par l'ensemble des Etats membres »



**Les indicateurs de climat des affaires publiés par la Commission européenne décrivent, à l'instar des indicateurs PMI, une accélération de l'activité au mois de mai.** L'indice de sentiment économique pour la Zone euro enregistre ainsi une nouvelle progression et atteint 114,5, un plus haut depuis 2018. Sur le mois, la hausse du sentiment économique découle principalement du secteur des services. L'ensemble des autres secteurs (l'industrie manufacturière, la construction, la distribution ainsi que les consommateurs) enregistre également une amélioration. Comme le décrivait l'indicateur PMI la semaine passée, le pan domestique de l'économie (les services et la distribution) semble rattraper le secteur manufacturier alors que les économies européennes réouvrent progressivement. Les carnets de commandes demeurent très bien orientés et poursuivent leur progression tandis que les anticipations concernant la production, sur des niveaux très élevés, reculent quelque peu sur fond de pénurie et de difficultés d'approvisionnement. Dans ce contexte, les

anticipations sur les prix sont en hausse. La part des entreprises anticipant une augmentation des prix facturés dépasse ainsi les niveaux d'avant crise dans le secteur de la construction, de la distribution et le secteur manufacturier. Par pays, l'amélioration du climat des affaires est généralisée mais plus marquée en Italie. Les indicateurs de confiance nationaux (IFO pour l'Allemagne et INSEE en France) renvoient un message similaire à celui de la Commission, avec une nette progression des indices de climat des affaires en lien avec l'allègement progressif des mesures de restriction sanitaire.

**En France, les chiffres du premier trimestre ont été fortement revus à la baisse.** Alors que l'estimation préliminaire tablait sur une croissance de 0,4% au premier trimestre, l'économie française a finalement reculé de 0,1% sur la période. Cette forte révision baissière est attribuée à « l'intégration de données sur la construction, nettement moins dynamiques que les extrapolations mobilisées lors de la première estimation ». Sur le trimestre, la demande intérieure contribue positivement à la croissance de l'activité avec une quasi stagnation de la consommation (+0,1%) et une faible progression de l'investissement (+0,2%). En revanche, le commerce contribue négativement, en raison du repli des exportations. **Du côté des ménages, les dépenses de consommation en biens chutent lourdement en avril (-8,3%),** en lien avec le durcissement des mesures de restrictions sanitaires. **Enfin, la dynamique des prix aurait accéléré au mois d'avril selon l'estimation préliminaire. L'inflation passerait ainsi de 1,2% en mars à 1,4%, une hausse qui résulterait principalement de la hausse des prix de l'énergie.**

**Le plan de relance européen « Next Generation European Union » (NGEU) a été approuvé par l'ensemble des Etats membres.** L'Autriche et la Pologne sont les deux derniers pays à avoir ratifié la décision de ressource propre le 27 mai, après la Hongrie et la Roumanie le 26 mai. Grâce à cette étape, la Commission dispose désormais de la base juridique nécessaire pour lever les fonds supplémentaires sur le marché afin de commencer à verser de l'argent aux États membres dans le cadre du plan NGEU de 750 Mds€ (390 Mds€ de subventions et 360 Mds€ de prêts ; prix de 2018). En réaction à cette ratification, le commissaire européen au budget a déclaré qu'un lancement du plan de relance et des premières émissions de titres dès le mois de juin serait possible (plutôt qu'en juillet tel qu'annoncé en avril dernier). Néanmoins, dans la mesure où les plans européens doivent être examinés par la Commission et validés par le Conseil européen, et que ce dernier ne devrait pas se réunir avant les 24 et 25 juin prochain (à moins qu'une réunion extraordinaire ne soit organisée), des premiers déboursements dès les prochaines semaines semblent peu probables.

**Sur le plan monétaire, la BCE ne parvient toujours pas à développer un message clair et homogène sur l'évolution de sa politique en amont de la réunion du 10 juin.** L'évolution du rythme d'achat du programme d'achat d'actif d'urgence pandémique (PEPP) est au cœur des préoccupations. Il avait été augmenté pour le deuxième trimestre lors de la réunion de mars dernier et le Conseil des gouverneurs devra décider le maintien ou non de ce rythme d'achat plus élevé à l'occasion de la prochaine réunion. Sur ce point, plusieurs membres du Conseil ont déclaré, au cours des dernières semaines, être en faveur du maintien de ce rythme d'achat plus élevé (environ 20 Mds€ / mois). En particulier Fabio Panetta, membre du Directoire de la BCE, a clairement indiqué le 26 mai dans une interview à *Nikkei* que selon lui, les conditions n'étaient pas rassemblées pour justifier une réduction du rythme d'achat dans un contexte où les incertitudes restent très importantes sur les perspectives économiques et d'inflation. Il a également évoqué un resserrement des conditions de financement en lien avec les récentes hausses de taux qu'il a qualifiées d'indésirables. Des commentaires en faveur d'un maintien de l'assouplissement avaient également été émis par les gouverneurs François Villeroj de Galhau (Banque de France) and Yannis Stournaras (Banque de Grèce) quelques jours plus tôt. Néanmoins, Isabel Schnabel, un autre membre du directoire de la BCE, adopte une position plus ambiguë dans une interview à Reuters le 28 mai. Selon elle, la récente hausse de taux refléterait davantage une amélioration des perspectives économiques domestiques alors que celle observée au premier trimestre décollait surtout du contexte international, en particulier via l'accélération de l'activité aux Etats-Unis. Elle considère que les conditions financières restent favorables dans la mesure où la récente hausse des taux nominaux reflète surtout des perspectives d'inflation plus élevée et ne s'est donc pas accompagné de hausse des taux réels. Elle alerte toutefois sur la progression de l'écart entre le taux sans risque et les taux souverains. **Ainsi, les membres du Conseil mettent en avant des sensibilités différentes qui ne permettent pas d'avoir un aperçu clair sur l'issue de la prochaine réunion de politique monétaire.**

# Suivi Macroéconomique

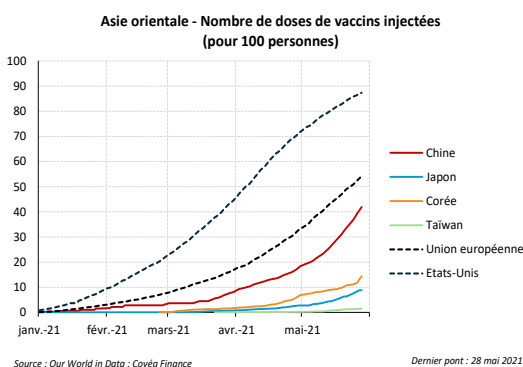
## Asie

« Le Japon prolonge son état d'urgence sanitaire, alors que la vaccination reste embryonnaire »

**Au Japon, le gouvernement va de nouveau prolonger l'état d'urgence sanitaire en vigueur à Tokyo et dans huit autres préfectures (Hokkaido, Aichi, Kyoto, Osaka, Hyogo, Okayama, Hiroshima et Fukuoka) jusqu'au 20 juin** (Cet état d'urgence a débuté à la fin du mois d'avril et devait initialement prendre fin rapidement le 11 mai, il a été prolongé une première fois jusqu'à la fin du mois de mai dans un contexte de situation sanitaire toujours tendue). Cette nouvelle extension annoncée en fin de semaine intervient dans un contexte où le nombre de cas quotidiens demeure élevé (plus de 4 000 par jour au niveau national en moyenne mobile sur 7 jours) et où la capacité hospitalière est sous forte tension, même si le pic de la troisième vague semble avoir été atteint au milieu du mois de mai, lors duquel le nombre de nouveaux cas quotidiens dépassait 6 000. L'approche des Jeux Olympiques de Tokyo, qui doivent débuter dans deux mois le 23 juillet, a également motivé la décision du gouvernement d'étendre l'état d'urgence. Certaines restrictions sanitaires seront légèrement assouplies avec la nouvelle extension, avec notamment une possibilité d'ouverture des centres commerciaux pendant la semaine, même si les restrictions pesant sur le secteur de la restauration demeureront inchangées. L'essentiel du deuxième trimestre de l'année sera donc caractérisé par une situation d'état d'urgence sanitaire, empêchant le rebond de la consommation, après une contraction observée lors du premier trimestre de l'année 2021 (-1,5 %). **Le Japon a par ailleurs accéléré le rythme de la vaccination au cours des semaines récentes, même si la part de la population entièrement vaccinée dépasse à peine 1%**, tandis que 7,2% des adultes ont reçu une première dose. Les contraintes d'approvisionnement en termes de vaccins, qui ont entravé le lancement de la campagne de vaccination, ont toutefois été largement résolues, avec des livraisons importantes de vaccins Pfizer, ainsi que l'approbation des vaccins Moderna et AstraZeneca le 21 mai. Le gouvernement japonais a pour objectif de vacciner l'ensemble des personnes âgées de plus de 65 ans d'ici la fin du mois de juillet, soit 36 millions d'individus, une cible qui semble toujours ambitieuse.

**Au Japon, le taux de chômage s'établit à 2,8% en avril, en légère hausse par rapport à 2,6% en mars, mais la situation demeure globalement stable sur le marché de l'emploi.** La hausse du chômage au mois d'avril s'explique principalement par un effet de contrecoup, avec une hausse prononcée du nombre de chômeurs (+7,8%), qui fait suite à une baisse marquée en mars (-11,3%). Le ratio rapportant le nombre de postes ouverts au nombre de candidats affiche quant à lui une baisse mineure, passant de 1,10 en mars à 1,09 en avril. Au-delà de la légère volatilité des données mensuelles, le marché de l'emploi fait dans l'ensemble preuve de résistance et demeure faiblement affecté par les évolutions de la situation sanitaire, avec un taux de chômage qui demeure inférieur à 3% depuis le début de l'année, un niveau seulement légèrement supérieur à celui qui était le sien avant la pandémie (2,4% en moyenne sur 2018-19). Cette résistance est liée au programme gouvernemental de subventions à l'emploi pour les secteurs pénalisés par les restrictions sanitaires, dont le gouvernement vient d'annoncer l'extension jusqu'à la fin du mois de juillet, parallèlement à la prolongation de l'état d'urgence.

**Au-delà du Japon, une pluralité de pays d'Asie est actuellement confrontée à une nouvelle vague épidémique, alors que la part de la population vaccinée demeure marginale dans la région.** Ce rebond du nombre de cas en Asie, qui ne concerne toutefois pas la Chine à ce stade, contraste avec les pays occidentaux pour lesquels la situation sanitaire est dans l'ensemble en voie d'amélioration avec la vaccination, à l'opposé d'une année 2020 lors de laquelle l'Asie s'était caractérisée par une meilleure gestion sanitaire. Ainsi Taiwan enregistre notamment une forte accélération du nombre de nouveaux cas, avec une vague épidémique d'ampleur nettement plus importante que ce que le pays a enregistré depuis le début de la pandémie. L'ensemble des principaux pays de l'ASEAN font également face à un rebond marqué du nombre de cas, qui aurait été facilité par les festivals qui ont traditionnellement lieu au printemps, par les nouveaux variants ainsi que par le relâchement progressif des contraintes portant sur les déplacements et les voyages. Ce rebond touche également les pays qui s'étaient jusque-là caractérisés par un contrôle strict du virus comme le Vietnam, le Cambodge ou encore Singapour. La gravité de ce rebond est exacerbée par le faible avancement des campagnes de vaccination dans la majorité des pays de la région : parmi les principaux pays d'Asie, seuls la Chine, l'Inde et Singapour ont injecté une première dose à plus de 10 % de leur population adulte.



La lenteur de la campagne de vaccination dans la majorité des pays d'Asie est due en premier lieu à des contraintes d'approvisionnement, ainsi qu'à une moindre mobilisation des gouvernements, au vu de l'ampleur modérée de la pandémie dans la région jusqu'à présent. Du point de vue macroéconomique, cette reprise de l'épidémie et ce retard dans la vaccination en Asie, à l'heure

où les économies occidentales rouvrent progressivement et enregistrent un rebond de la demande – aidé par la relance budgétaire, en particulier aux États-Unis – est de nature à accroître les déséquilibres financiers mondiaux. Les pays asiatiques, qui disposent déjà pour la plupart d'un fort excédent courant en temps normal, sont susceptibles de voir leur demande intérieure continuer à pâtir de la pandémie pour une période plus prolongée que les autres grandes économies mondiales, accroissant leur excédent courant.



# Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		déc.-20	janv.-21	févr.-21	mars-21	avr.-21	mai-21		
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-3,4	-2,1	-5,7	1,0	16,5			
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	-3,5	-1,0	-2,1	8,9	24,0			
	Créations / Destructures nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	-306	233	536	770	266			
	Exportations (volume, CVS, GA%)	-0,7	-0,1	-8,0	4,4				
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	5,5	5,2	5,2	4,2	0,3			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,4	1,4	1,7	2,6	4,2			
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, Mds €)	4710,2	4713,9	4724,5	4777,7			
		Taux de chômage (%de la population active)	8,2	8,2	8,2	8,1			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-0,3	0,9	0,9	1,3	1,6		
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	98,6	95,7	99,8	104,2	103,3	103,9	
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	1,9	-5,2	-2,6	5,9			
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	6,8	1,3	6,0	27,6			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-3,1	-1,9	-2,1	12,8			
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	98,1	98,5	100,6	104,8	107,0		
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	-16,6	-13,8	-12,5	-3,1	3,1	5,7	
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	4,7	0,5	0,6	16,8	32,0		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-3,1	0,0	-6,6	13,7			
	Italie	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-5,9	-1,0	-8,3	12,7			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-1,2	-2,5	-1,1	37,4			
		PMI Manufacturier (Indice)	52,8	55,1	56,9	59,8	60,7		
	Espagne	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-3,6	-1,6	-2,1	22,2			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-1,5	-2,3	-2,3	12,4			
		PMI Manufacturier (Indice)	51,0	49,3	52,9	56,9	57,7		
	Royaume-Uni	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-1,9	-6,6	0,3	27,5			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-2,3	-4,4	-3,5	3,6			
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	3,1	-5,7	-3,6	7,1	42,4		
	Asie	Japon	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	0,6	0,7	0,4	0,7	1,5	
			Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	0,5	-5,9	-4,5	6,9		
			Exportations (valeur, CVS, GA%)	-0,5	9,4	-0,7	13,4	36,9	
			Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	-3,0	-1,3	-0,4	0,6		
Chine		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-1,2	-0,6	-0,4	-0,1	-0,5		
		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	7,3		35,1	14,1	9,8		
		Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	3,2		108,4	68,1	51,1		
		Importations (valeur, NCVS, GA%)	7,0	27,3	17,6	38,2	43,1		
Autres émergents	Brésil	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	5,4	4,8	2,5	8,5			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	4,5	4,6	5,2	6,1	6,8		
	Russie	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	-1,3	-1,9	-3,2	2,3	7,3		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	4,9	5,2	5,7	5,8	5,5		

11/03/2021 date de nos dernières Perspectives Economiques 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	28/05/21	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	3,50	1,50	1,50
		Russie	4,25	4,25	5,00	0,75	0,75
		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	1,54	1,59	0,68	0,06
		France OAT	-0,34	-0,09	0,17	0,51	0,27
		Allemagne	-0,57	-0,33	-0,18	0,39	0,15
		Italie	0,54	0,60	0,91	0,37	0,31
		Royaume-Uni	0,20	0,74	0,80	0,60	0,06
		Japon	0,02	0,10	0,08	0,06	-0,02
		Corée du Sud	1,73	2,02	2,14	0,41	0,12
		Brésil	3,22	4,16	3,75	0,53	-0,41
	Russie	6,01	6,77	7,06	1,05	0,30	
Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,6	242,0	-0,90	-0,26	
<b>Marchés des changes</b>	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,20	1,22	-0,2	1,7
		Sterling	0,89	0,86	0,86	-3,8	0,3
		Yen	126,2	130,1	133,9	6,1	3,0
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1136	1115	2,1	-1,8
		Real brésilien	5,2	5,5	5,2	0,5	-5,7
		Rouble	74,0	73,3	73,2	-1,2	-0,2
		Roupie indienne	73,1	72,9	72,4	-0,8	-0,6
		Yuan	6,5	6,5	6,4	-2,4	-2,1
<b>Marchés actions</b>	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	3939	4204	11,9	6,7
			382	403	409	7,1	1,5
		France - CAC 40	5551	6034	6484	16,8	7,5
		Allemagne - DAX	5954	6284	6570	10,4	4,5
		Zone euro - MSCI EMU	128	137	145	13,4	5,9
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	6737	7023	8,7	4,2
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3014	3189	13,1	5,8
		Brésil - Bovespa	119409	114984	125561	5,2	9,2
		Russie - MICEX	3275	3509	3731	13,9	6,3
		Inde - SENSEX	47751	51280	51423	7,7	0,3
		Chine - Shanghai	3473	3358	3601	3,7	7,2
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28908	29124	7,0	0,8
		MSCI - BRIC	1296	1367	1350	4,2	-1,3
		Euro	S&P (€)				12,1
	Nikkei 300 (€)					0,9	-1,4
	FTSE 100 (€)					13,1	3,9
<b>Matières premières</b>	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	555	657	35,7	18,3
		Indice CRB**	444	499	549	23,6	10,0
	Energétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	70	70	34,4	0,0
	Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1895	1723	1903	0,4	10,4
		Prix de la tonne de cuivre	7766	9058	10258	32,1	13,3

\*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.

11/03/2021: date de nos dernières Perspectives Économiques 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.