

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

30 mars 2020

Rédacteurs

Gestion
Recherche Economique

Intérêt et principal

Si l'on considère que le prix d'un actif financier est la résultante de l'actualisation des flux de produits à recevoir (et de sa valeur résiduelle), la débâcle des indices traduirait la disparition du versement de dividendes sur de nombreuses années. Au-delà de la théorie, il apparaît évident que les dividendes versés cette année seront en forte baisse. Les premières annonces des entreprises et les déclarations des pouvoirs publics, comme des Banques Centrales, sur les conditions de leurs aides nous font entrevoir une diminution de moitié des bénéfices distribués en 2020 en Europe. Nous avons déjà souligné la baisse des revenus d'épargne liée à la baisse des taux d'intérêt, cet effondrement des dividendes devrait à son tour pénaliser l'épargne investie en valeurs mobilières.

Un autre élément, propice à altérer la trajectoire des indices boursiers est l'arrêt annoncé des programmes de rachats d'actions. Nous avons là aussi montré que les entreprises étaient les premiers acheteurs des marchés actions et les artisans essentiels de la bonne tenue des marchés ces dernières années. Or, un consensus émerge pour interdire temporairement ou limiter ces programmes afin que les entreprises cotées consacrent leur trésorerie et leur capital à soutenir leur exploitation.

Les revenus de l'épargne actions constituent pourtant l'essentiel de la rémunération du risque sur longue période. Ainsi, pour exemple, l'indice cac40 valait fin 2013, 4290 points, soit le même niveau qu'aujourd'hui, traduisant une performance nulle sur plus de 6 années. Seuls les dividendes versés sur cette période ont permis de dégager un rendement de plus de 22% sur la durée.

On notera que la pérennité des dividendes est donc un critère prédominant dans la sélection d'une valeur dite de rendement, au-delà de l'unique appréciation du taux de rendement de ce dividende.

Sommaire

Suivi des marchés p2

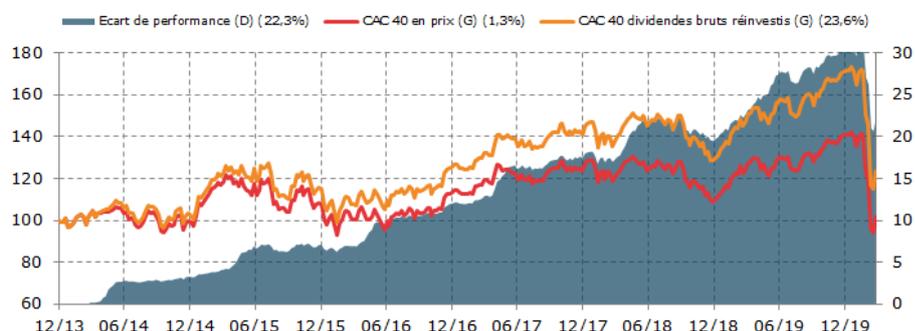
Marchés obligataires
Marchés actions

Suivi macroéconomique p3

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

Impact des dividendes sur la performance du CAC 40



« L'importance des dividendes »

Suivi des Marchés

Obligataires

Sur la semaine les rendements sont en baisse poussés par l'intervention des Banques Centrales qui viennent en soutien des marchés financiers et des politiques fiscales expansionnistes des Etats. Aux Etats-Unis la Fed a renforcé son intervention lundi dernier en annonçant un programme d'achat illimité sur les obligations souveraines et les titres hypothécaires. Face aux tensions sur le marché monétaire (écart LIBOR — OIS 3 mois à 1,4% contre 0,5% il y a 3 mois), la Fed continue également d'offrir des liquidités conséquentes à travers 2 opérations de 500Mds\$ par jour (10 mds\$ demandé vendredi). L'ensemble de ces mesures ont entraîné une hausse de son bilan à 5200Mds\$ (+ 1000Mds\$ en mars). Dans ce contexte le taux à 10 américain recule de 13 points de base à 0,74%. En Europe, la BCE n'est pas en reste et a détaillé son nouveau programme d'achats d'actifs de 750Mds€. Les taux à 10 ans baissent de 30pbs en Italie à 1,30% et de 16pbs à -0,06% en France.

Actions

Les marchés actions européens rebondissent de 6,5% sur la semaine (Indice MSCI EMU, Union économique et Monétaire). Il s'agit de la première clôture hebdomadaire haussière depuis le début de la crise boursière liée au Covid19 qui a débuté le 21 février sur les marchés européens. Lors de cette semaine de rebond, les secteurs de l'Énergie et de la Finance se sont démarqués à la hausse (respectivement +22,3% et +10%) mais restent les deux plus mauvaises performances sectorielles sur 2020 (-35,3% et -36,1%). Depuis le début de l'année, les secteurs des Services aux collectivités et de la Santé (respectivement -14,4% et -16,5%), dont la sensibilité au cycle économique est moindre, surperforment les autres secteurs. Sur 2020, le MSCI EMU affiche un repli de 26,7%.

D'un point de vue géographique, le marché actions britannique affiche la plus forte performance hebdomadaire par pays (+8,9% sur la semaine et +6,2% en devises locales), tiré par la hausse des valeurs financières et alors même que le gouvernement britannique adopte une attitude plus agressive dans la lutte contre le Covid19. Le Danemark et la Suisse affichent les meilleures performances boursières par pays depuis le début de l'année (-10,1% et -13,1% respectivement), soutenus par leur valeurs défensives.

Sur la semaine écoulée, les petites et moyennes capitalisations rebondissent de 5,7% (Indice MSCI EMU Small Cap) et creusent leur écart de performance par rapport aux grandes capitalisations depuis le début de l'année (-29,8% sur 2020 pour le MSCI EMU Small Cap versus -26,7% pour le MSCI EMU).

Les marchés asiatiques ont rebondi sur la semaine et ce après leur chute historique de ces dernières semaines, saluant les mesures budgétaires d'un bon nombre de pays à travers le monde pour soutenir les économies face à la crise du coronavirus.

Parmi les meilleurs performeurs, le Japon et la Corée du Sud sont les deux pays en tête du fait de leur gestion jugée relativement meilleure de la crise sanitaire actuelle.

A l'inverse, la Thaïlande et l'Inde souffrent d'annonces de confinement ainsi que de mesures budgétaires jugées insuffisantes. De plus, l'efficacité de ce confinement en Inde reste à démontrer et l'endettement élevé des ménages en Thaïlande est également une cause d'inquiétude de la part des investisseurs.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 a nettement rebondi et progresse de plus de 10% sur la semaine mettant fin à plus d'un mois de baisse quasi ininterrompue et malgré des nouvelles toujours alarmantes tant sur le plan sanitaire (expansion de la pandémie) que macro-économique (montée du chômage). Ce rebond intervient après le vote au Sénat de mesures de soutien massives consistant en un vaste plan de relance de plus de 2000 milliards de dollars. Ce mouvement a davantage profité aux valeurs cycliques (industrie), ainsi qu'aux services aux collectivités et à l'immobilier, par nature fortement endettés. A l'inverse, les services de communication et la consommation de base qui avaient très bien résisté dans la baisse, sous performent cette semaine. Au plan micro économique, la semaine a été riche en annonces notamment de pétrolières qui réduisent massivement leurs investissements et leurs dividendes ainsi que sur de nombreuses sociétés plus industrielles qui tirent leurs lignes de crédit disponibles à l'image des constructeurs automobiles. Au total, plus de 120 milliards de lignes auraient été tirés au moins de mars. On notera que Boeing, qui va bénéficier du plan de relance, va couper son dividende et ses rachats d'actions mais devrait surtout pouvoir faire revoler le 737Max d'ici l'été ce qui a fortement contribué au rebond spectaculaire du titre cette semaine.

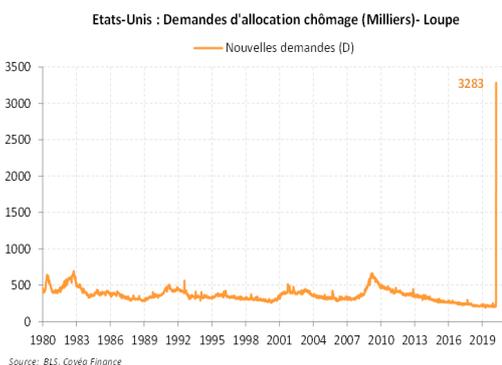
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les demandes d'allocation chômage atteignent des niveaux inégalés »

Aux Etats-Unis, le Congrès a adopté un stimulus budgétaire (CARES, Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act) d'un montant historique de plus de 2000 Mds\$. Ce plan prévoit notamment 301 Mds\$ d'aides directes aux ménages sous la forme de chèques (1200\$ par adulte, plus 500\$ par enfant) envoyés par l'IRS (le fisc américain), 250 Mds\$ pour une extension des indemnités chômage, 349 Mds\$ de prêts aux PME pour maintenir le paiement des salaires et loyers et 500 Mds\$ pour des prêts, garanties de prêts et autres aides aux entreprises, Etats et collectivités. Par ailleurs, 150 Mds\$ d'aides directes sont accordées aux Etats pour lutter contre l'épidémie et 117 Mds\$ sont dédiés aux hôpitaux. Il s'agit du 3^{ème} plan adopté, après celui de 8,3 Mds\$ (6 mars), puis celui d'environ 100 Mds\$ (18 mars). Au total, la réponse budgétaire du Congrès avoisine 10% du PIB. La presse américaine évoque d'ores et déjà des discussions au Congrès pour une 4^{ème} phase de mesures.

Sur le plan monétaire, la Réserve fédérale a dévoilé une expansion majeure de son action. L'ensemble des mesures annoncées constitue un stimulus monétaire qui va au-delà des mesures prises en 2008-2009. **Le programme d'achat de Treasuries et de MBS garantis par les agences fédérales n'est dorénavant plus limité en montant et en durée.** La Fed déclare qu'elle achètera les montants nécessaires pour soutenir le bon fonctionnement des marchés et une transmission efficace de la politique monétaire aux conditions financières et à l'économie. Le comité de politique monétaire avait précédemment annoncé qu'il achèterait jusqu'à 500 Mds\$ de Treasuries et jusqu'à 200 Mds\$ de MBS. De plus, les MBS adossés à des crédits immobiliers commerciaux seront dorénavant inclus dans le programme d'achat. **Le FOMC a également annoncé la création de deux nouveaux dispositifs pour soutenir le crédit aux grandes entreprises américaines** (notées dans la catégorie investissement) : le PMCCF (Primary Market Corporate Credit Facility) qui vise à favoriser les émissions de nouveaux crédits et obligations d'entreprises, et le SMCCF (Secondary Market Corporate Credit Facility) qui doit fournir de la liquidité sur le marché secondaire de la dette d'entreprise. **Le programme TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) qui avait été utilisé lors de la crise de 2008-2009, et qui doit soutenir les émissions d'ABS (Asset Backed Securities, titres adossés à des crédits) a par ailleurs été réactivé.** Dans le cadre de ce dispositif, la Réserve fédérale accordera des prêts aux détenteurs de certains ABS notés AAA, adossés à des prêts aux PME et à la consommation nouvellement et récemment produits » (prêts étudiants, crédits auto, carte de crédit, prêts pour équipements, prêts garantis par la Small Business Administration). La Réserve fédérale prêtera un montant égal à la valeur de marché de l'ABS moins une décote et sera garantie à tout moment par l'ABS. La Fed estime que les 3 nouvelles facilités annoncées (TALF, PMCCF et SMCCF) devraient permettre de fournir jusqu'à 300 Mds\$ de nouveaux financements. Le Trésor fournira 10 Mds\$ en capitaux propres à chacun de ces 3 dispositifs. **Mais le stimulus budgétaire voté vendredi par le Congrès pourrait étendre drastiquement la capacité de ces dispositifs.**



Concernant l'activité économique, l'impact de l'épidémie de covid-19 aux Etats-Unis est sans précédent sur le marché du travail. Les nouvelles demandes d'allocation chômage ont enregistré un bond d'une ampleur historique la semaine du 23 mars, passant de 281 000 à 3 283 000. Il s'agit de la plus forte hausse hebdomadaire jamais connue aux Etats-Unis. Le précédent point haut avait été atteint en 1982 avec 695 000 nouvelles demandes. Concernant les données d'enquête, **l'indicateur PMI Composite publié par IHS Markit a enregistré une chute historique en mars,** passant de 49,6 en février à 40,5. Il s'agit du plus faible niveau depuis le début de la série en octobre 2009. **La baisse est particulièrement forte pour les services** (39,1 après 49,4), reflétant les chutes d'activité dans le tourisme et les secteurs en contact direct avec le consommateur (restauration, loisirs...). Dans le secteur manufacturier, le recul du PMI est

plus modéré (49,2 après 50,7 en février). Mais cette résistance est liée à l'allongement des délais des livraisons, habituellement signe d'une forte demande. Les composantes production, emploi et nouvelles commandes enregistrent une forte contraction qui nous renseigne davantage sur la dynamique d'activité.

Alors que le nombre de cas de Covid-19 ne cesse de progresser, le Président Trump a étendu les règles de distanciations sociales pour 30 jours supplémentaires jusqu'à fin avril (pas de rassemblement de plus de 10 personnes, pas de déplacement non essentiel, pas de restaurant sur place...). Après avoir la semaine dernière évoqué un début de réouverture du pays aux alentours de Pâques, Donald Trump envisage désormais une normalisation début juin.

Suivi Macroéconomique

Europe

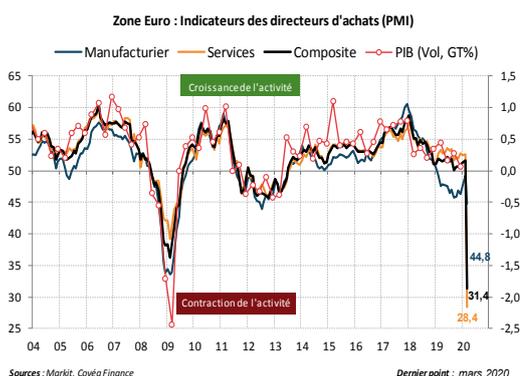
« Les autorités budgétaires poursuivent leurs actions »

Cette semaine a donné lieu à de nombreuses rencontres au sein des principales instances décisionnaires de l'UE pour tenter d'apporter une réponse collective à la crise du Covid-19. **Les ministres des finances de l'UE (Conseil de l'UE) ont suspendu temporairement les règles budgétaires du pacte de stabilité et de croissance en activant pour la première fois la « clause de sauvegarde générale » (« general escape clause ») du cadre fiscal de l'UE,** conformément à la proposition de la Commission la semaine passée. Cette mesure vise à apporter aux États davantage de souplesse pour prendre toutes les mesures nécessaires au soutien sanitaire et économique des pays de l'UE. **Les ministres des finances de la Zone euro (Eurogroupe) se sont prononcés en faveur du recours au Mécanisme européen de stabilité (MES) via des lignes de crédit à conditions améliorées (Enhanced Conditions Credit Line (ECCL)).** Toutefois ces propositions **n'ont pas été validées par le Conseil européen**, qui demande de nouvelles propositions dans les deux prochaines semaines. Dans le projet initial, ces lignes de crédits seraient accessibles à tous les pays et pourraient représenter 2% du PIB de chaque État membre, ce qui correspondrait, à l'heure actuelle, aux réponses fiscales apportées séparément par les États-membres (2% du PIB en moyenne selon l'Eurogroupe). Les conditions assorties à ces lignes de crédits (ces prêts sont, normalement, conditionnés à la mise en place de réformes macroéconomiques préparées par la Commission Européenne en partenariat avec la BCE) n'ont pas été précisées mais doivent, selon l'Eurogroupe, refléter la nature exceptionnelle du choc actuel. **Dans la semaine, neuf dirigeants européens (Belgique, Grèce, Espagne, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Portugal et Slovénie) se sont ouvertement positionnés en faveur de la création de « corona bonds »,** des obligations émises en commun par les pays de la Zone euro afin de faire face aux conséquences de l'épidémie de Covid-19. **Néanmoins, ni les propositions de l'Eurogroupe, ni celle des chefs d'États d'Europe du Sud n'ont suscité le consensus au cours de la réunion des chefs d'États de l'UE (Conseil européen).** Le Conseil européen invite ainsi l'Eurogroupe à présenter de nouvelles propositions dans les deux semaines à venir. Les dirigeants européens n'ont pas défini d'options privilégiées. La déclaration ne mentionne aucune solution précise, ni le MSE ni les eurobonds. Les pays d'Europe du Nord et notamment l'Allemagne s'opposent encore à toute idée de mutualisation de la dette et privilégieraient le recours au mécanisme européen de stabilité.

La BCE détaille son nouveau programme d'achat d'actifs de 750 Md€. Les modalités rattachées au Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) seront beaucoup plus souples que celles s'appliquant aux autres programmes. En particulier, la limite de 33% de détention des obligations souveraines d'un pays ne s'appliquera pas à ce programme ce qui devrait significativement soutenir les États dans la mise en place de leurs plans budgétaires. L'objectif initial de cette limite était de préserver le fonctionnement du marché et d'atténuer le risque que la BCE devienne un créancier dominant des gouvernements de la Zone euro. Ces achats se feront dans le respect de la clef de répartition du capital de la BCE (les achats de la BCE doivent être répartis géographiquement selon la participation de chaque État au capital de la BCE, pour chaque euro dépensé en dette italienne, la BCE doit dépenser 1,55 € en dette allemande—voir annexe). Toutefois, la BCE a annoncé que ces opérations devront se faire avec flexibilité en permettant des fluctuations dans la répartition des flux d'achat dans le temps, entre les catégories d'actifs et entre les juridictions. Enfin, les critères d'éligibilité ont aussi été étendus pour ce programme à tous les actifs dont la maturité se situe entre 70 jours et 30 ans (contre 1 an et 30 ans auparavant).

D'importantes mesures économiques et sanitaires ont également été annoncées à l'échelle des pays. En Allemagne, un fonds de « stabilisation » de 600 mds€ (17,5% du PIB) a été mis en place pour aider les entreprises faisant face à des problèmes de liquidités dont (i) 400 mds€ de garantie jusqu'à 5 ans sur les obligations d'entreprises, pour les aider à lever des fonds, (ii) 100 mds€ de liquidités pour les entreprises en difficulté et (iii) 100 mds€ pour financer la banque publique d'investissement KfW. Le gouvernement a annoncé une augmentation du déficit de 156 mds€ (4,5% du PIB environ) dont 122,5 mds€ (3,5% du PIB) seraient liés à l'augmentation des dépenses (mesures de soutien et stabilisateurs automatiques) et 33,5

Mds liés à la baisse des revenus. **En France, après le vote du 22 mars dernier de la loi d'urgence pour faire face à l'épidémie, une série d'ordonnances a été adoptée.** Elles recouvrent un ensemble assez large de mesures dont la réduction des délais permettant aux entreprises d'imposer aux salariés une semaine de congés, la prolongation de certains droits sociaux, l'allongement de la durée de temps de travail dans certains secteurs, l'élargissement du versement de la prime « Macron », le prolongement et l'élargissement de l'action du fonds de solidarité, un programme de soutien aux « start-up » françaises via des facilités de financement ou encore l'interdiction de l'interruption de fourniture d'électricité, de gaz ou d'eau. Par ailleurs, **les mesures de confinement ont été étendues jusqu'au 15 avril « au moins ».** En Italie, **le plan de relance budgétaire face au Covid-19 est doublé à 50 Md€.** Le détail de ces nouvelles dépenses de



Suivi Macroéconomique

soutien aux entreprises et ménages les plus vulnérables sera explicité dans un décret début avril incluant notamment la prise en charge du chômage partiel pour six mois supplémentaires, une revalorisation des indemnités chômage pour les CDD et un accès plus large à la liquidité pour les PME via un assouplissement des modalités de prêt de la Caisse des dépôts (Cassa Depositi e Prestiti). Un élargissement des mesures de confinement a également été annoncé : toutes les usines ne produisant pas de bien essentiel pour endiguer la progression du Covid-19. Seuls les supermarchés, pharmacies, transports publics, banques et bureaux de poste resteront ouverts. En **Espagne**, le gouvernement a annoncé samedi l'arrêt de toutes activités économiques non essentielles à la nation à partir du 30 mars et jusqu'au 9 avril inclus. Les secteurs jugés essentiels concernent la santé, la sécurité et le bien-être social et économique des citoyens (agroalimentaire, approvisionnement, distribution, communication, énergie, transports, livraison à domicile et nettoyage. Les salariés à l'arrêt seront en congés payés imposés. Les heures de travail perdues seront donc effectuées progressivement après la fin de l'État d'urgence. Des organisations patronales se sont toutefois positionnées contre ces mesures, alertant sur les risques économiques et sociaux qui en résulteraient. Par ailleurs, le gouvernement a apporté davantage de détails sur la garantie de 100 Md€ des crédits aux entreprises. Les garanties porteront sur 80 % des crédits contractés par les PME et les travailleurs indépendants pour payer salaires et factures. Elles couvriront les prêts nouveaux ou renouvelés, mais pas les prêts restructurés. Pour les grandes entreprises, les garanties couvriront 70 % des pertes potentielles liées aux nouveaux prêts et 60 % des lignes de crédit renouvelées non payées. Les garanties seront d'une durée maximale de cinq ans.

Asie et reste du monde

« Les pays membres du G20 se sont engagés à vaincre la pandémie quoi qu'il en coûte... »

En **Chine**, la Banque Centrale a procédé à une baisse de son taux de repo 7 jours (passant de 2,4% à 2,2%) dans la plus importante baisse depuis 2015. Sur le plan de l'activité, la publication des profits des entreprises industrielles donne de nouveaux éléments sur l'ampleur du recul de l'activité en lien avec la maîtrise de l'épidémie dans le pays. Les profits affichent un effondrement de 38,3% sur les deux premiers mois de l'année. Dans l'industrie des équipements électroniques, cette baisse s'est portée à 87%, illustrant l'aspect non homogène des impacts sectoriels de la crise sanitaire. Alors que le confinement est peu à peu levé dans la province du Hubei, les mesures de restrictions envers les voyageurs étrangers se sont durcies afin d'éviter l'importation du virus en provenance des autres zones du monde désormais infectées. Une mesure qui illustre les difficultés de la normalisation de la situation une fois le virus maîtrisé, en particulier dans la gestion du flux de voyageurs internationaux.

Au niveau mondial, les pays membres du G20, à l'issue d'une réunion exceptionnelle le 26 mars, se sont engagés dans un communiqué à **vaincre la pandémie quoi qu'il en coûte**, à restaurer la confiance, à préserver la stabilité financière et à revitaliser l'activité. Pour cela, ils se déclarent disposés à utiliser tous les outils de politique économique pour limiter les dommages de la pandémie sur le plan social, pour restaurer la croissance, maintenir la stabilité des marchés financiers et renforcer la résilience de l'activité. Ces actions se traduisent à l'échelle du G20 par des injections de près de 5000 Mds\$ sous forme de mesures fiscales ciblées, de mesures économiques ou encore de schémas de garanties publiques. De son côté, le **Fonds Monétaire International** s'est dit également prêt à utiliser sa capacité financière de 1000Mds\$ pour venir en aide à ses pays membres. Dans ce cadre d'urgence exceptionnelle, le FMI s'est engagé à renforcer sa réponse à la crise en facilitant l'accès à ses facilités de crédits et de financement (la *Rapid Credit Facility* - RCF et le *Rapid Financing Instrument* - RFI), deux programmes proposant une assistance rapide aux pays rencontrant de graves problèmes de financement de leur balance des paiements. Cette annonce succède à celle le 17 mars dernier d'un plan de 14Mds\$ de la Banque Mondiale visant à venir en aide aux entreprises et aux pays en voie de développement dans leur lutte contre les effets de la pandémie.

Dans un document parut le 27 mars, l'**OCDE** estime que les mesures visant à ralentir la propagation du Covid-19 engendrent un affaiblissement de la croissance annuelle du PIB de 2 points de pourcentage pour chaque mois de strictes mesures de confinement. Ainsi si le confinement venait à durer 3 mois, la croissance annuelle du PIB pourrait être entre 4 et 6 points de pourcentage inférieure à ce qu'elle aurait été autrement. Ces estimations visent à quantifier l'impact initial des mesures de confinement sur l'activité et ne prennent pas en considération les effets multiplicateurs potentiels. Pour les pays du G7, l'impact estimé des mesures de confinement porte sur une baisse instantanée comprise entre -25% et -35% du PIB, ce qui corrobore les premières estimations avancées par l'INSEE dans le cas de la France un peu plus tôt dans la semaine. Selon les estimations de l'OCDE, l'Allemagne et l'Espagne subirait un impact initial des mesures de confinement partielles ou totales parmi les plus importants des pays de l'OCDE, avec un repli d'un peu moins de -30% du PIB. Le choc sur l'Italie, la France, le Portugal et les Etats-Unis serait de l'ordre de -25%.

Suivi Macroéconomique

Euro area NCBs' contributions to the ECB's capital⁽¹⁾

National central bank	Capital key %	Paid-up capital (€)
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique (Belgium)	2.9630	276,290,916.71
Deutsche Bundesbank (Germany)	21.4394	1,999,160,134.91
Eesti Pank (Estonia)	0.2291	21,362,892.01
Central Bank of Ireland (Ireland)	1.3772	128,419,794.29
Bank of Greece (Greece)	2.0117	187,585,027.73
Banco de España (Spain)	9.6981	904,318,913.05
Banque de France (France)	16.6108	1,548,907,579.93
Banca d'Italia (Italy)	13.8165	1,288,347,435.28
Central Bank of Cyprus (Cyprus)	0.1750	16,318,228.29
Latvijas Banka (Latvia)	0.3169	29,549,980.26
Lietuvos bankas (Lithuania)	0.4707	43,891,371.75
Banque centrale du Luxembourg (Luxembourg)	0.2679	24,980,876.34
Central Bank of Malta (Malta)	0.0853	7,953,970.70
De Nederlandsche Bank (The Netherlands)	4.7662	444,433,941.02
Oesterreichische Nationalbank (Austria)	2.3804	221,965,203.55
Banco de Portugal (Portugal)	1.9035	177,495,700.29
Banka Slovenije (Slovenia)	0.3916	36,515,532.56
Národná banka Slovenska (Slovakia)	0.9314	86,850,273.32
Suomen Pankki - Finlands Bank (Finland)	1.4939	139,301,721.39
Total⁽²⁾	81.3286	7,583,649,493.38

(1) The euro area NCBs will pay up in full their increased subscriptions as a result of the Bank of England's withdrawal from the European System of Central Banks in two annual instalments at the end of 2021 and 2022 respectively (see [ECB press release](#) published on the ECB's website on 30 January 2020).

(2) Owing to rounding, the total may not correspond to the sum of all figures shown.

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.