

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

15 février 2021

## Rencontre

Nous avons reçu le Général Vincent Desportes pour échanger sur le thème « géopolitique et nouvelle organisation mondiale, quelles conséquences? ». On pourrait s'étonner que la gestion d'actifs s'intéresse à la géopolitique. A tort ! Nous considérons en effet que les entreprises que nous accompagnons dans leur développement par nos investissements bâtissent leur stratégie de croissance dans un système complexe dont l'environnement économique n'est qu'une facette. Leur compréhension du monde dicte leurs décisions stratégiques et nous nous efforçons de confronter celle-ci à notre propre lecture de la marche du monde avant de les accompagner .

Pour comprendre le monde dans lequel elles évoluent nous avons ainsi échangé lors de notre débat et retenu cinq dates clés.

1989 et la chute du mur de Berlin correspond à un temps d'accélération des mouvements de capitaux et des hommes et à celui de l'ouverture d'un vaste monde qui s'accompagne de l'espérance de l'avènement d'une mondialisation « heureuse ». Les entreprises en sont des acteurs clés à travers des stratégies de délocalisation de natures diverses. On a d'abord vu très vite des entreprises ouest allemandes s'installer sur les Länder d'ex-Allemagne de l'est suivies par d'autres entreprises multinationales qui commencent à mettre en concurrence les territoires selon leurs avantages compétitifs. En France, les industries historiques (textile, jouet, automobile) ferment des sites de production pour s'installer en Tunisie, en Thaïlande, ou en Pologne. Caractéristique de ce mouvement des années 1990, ces délocalisations sont facilitées par la révolution des technologies de l'information et de communication de l'époque

2001 est certainement une date fondatrice avec l'arrivée de la Chine dans l'OMC sans garde-fou notamment de type environnemental et social, et marquée par les attentats contre les tours jumelles de New-York. La Chine va bouleverser les échanges à la fois par sa capacité à devenir un géant mondial de la fabrication et parce que de nombreuses entreprises européennes et américaines lorgnent ce marché intérieur gigantesque. Leur stratégie de débouchés de masse va d'ailleurs vite s'avérer moins profitable tant l'obligation de faire entrer une entité chinoise au capital des filiales locales se révèle contraignante.

2008 et la crise financière, bientôt suivie d'une véritable crise économique mondiale ; les excès de la finance se paient. Les pratiques non orthodoxes notamment en termes monétaires, s'installent. Une date clef car la crise financière frappe les entreprises au moment où la fragmentation des chaînes de valeur a été poussée considérablement au risque de rendre les modèles d'entreprise complexes. Les pièces et les composants sillonnent le monde et posent aux entreprises de redoutables problèmes de coordination. Mais on note une convergence d'intérêt en Occident entre les Etats et les entreprises pour continuer à pousser à outrance cette optimisation des coûts alors que la Chine s'affirme sur la scène internationale et annonce la date suivante.

En 2016, les Britanniques optent pour le Brexit et D. Trump devient le nouveau président des Etats-Unis, deux révélateurs que la mondialisation n'est peut-être pas aussi heureuse pour tous. La guerre économique entre la Chine et les États-Unis qui a remplacé la compétition commerciale a des conséquences concrètes et plusieurs multinationales décident de délocaliser une partie de leurs sites de production chinois vers l'Asie du Sud-Est ou l'Inde; une recomposition géographique des chaînes de valeurs facilitée par la

## Sommaire

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

**Suivi macroéconomique** p7  
Etats-Unis  
Europe  
Asie

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

robotisation comme les « nouvelles technologies de l'information » l'avaient fait dans les années 1990.

C'est dans ce contexte qu'arrive notre cinquième date clé, l'année 2020, année spectaculaire et extraordinaire avec la crise sanitaire mondiale. Cette année 2020 sera un révélateur et un accélérateur de tendances déjà présentes comme par exemple une croissance mondiale plus terne que par le passé, des économies développées incapables de se ressaisir sans recours à la dette et à la Banque Centrale mais aussi un révélateur au grand public de la montée des conflits, de la dépendance du monde à la Chine ou encore d'un affaiblissement très net de la volonté de coopération entre les nations. Les entreprises comme les Etats redécouvrent le concept de souveraineté à travers des nombreuses situations de dépendances malsaines vis-à-vis de composants critiques dans leur processus de production et entament des réflexions stratégiques sur des relocalisations.

Les bouleversements des organisations des entreprises traduisent bien le fait qu'elles sont des actrices géopolitiques. Elles se réinventent en fonction d'un cadre qui n'est pas exclusivement économique. Les accompagner comme investisseur de long terme exige donc ainsi la confrontation de leurs réflexions géostratégiques avec notre propre compréhension du monde.

Ce sont ces sujets de transformations géopolitiques, débattus avec le Général Vincent Desportes, que vous pourrez voir bientôt sur notre site internet.

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Obligataire

Dans un contexte toujours marqué par la perspective du stimulus fiscal américain et d'une amélioration globale sur le plan sanitaire (même si les inquiétudes persistent face aux variants du virus), nous retenons cette semaine :

- La poursuite de la dynamique haussière sur les taux longs avec une pentification des courbes, A l'exception des taux italiens qui enregistrent de nouveaux points bas historiques suite à l'arrivée de Mario Draghi à la tête d'un gouvernement d'union nationale
- Des taux courts américains qui subissent des pressions baissières avec le transfert d'ici la fin du deuxième trimestre de 1100 Md\$ du compte général du Trésor vers les réserves déjà abondantes des banques à la suite des versements correspondant aux différents plans de soutien.
- Des marchés du crédit qui enregistrent une nouvelle surperformance du haut rendement et des taux Haut Rendement américain au plus bas historique

### Focus sur le marché du haut rendement

Il est intéressant de constater que depuis le début de l'année, les primes de risque sur les marchés du haut rendement ont enregistré des resserrements beaucoup plus importants que celles du segment de la catégorie investissement. Ce mouvement général est sensiblement identique de part et d'autre de l'Atlantique. Pour avoir un ordre de grandeur, aux Etats-Unis, la prime de risque de l'indice JP Morgan US Haut rendement s'est comprimée de 45pb alors que celle de l'indice des titres de catégorie investissement n'a enregistré qu'un resserrement de 7pb. Sur le marché américain, cette baisse de la prime a plus que compensé la hausse du taux sans risque, ce qui a conduit le taux moyen de l'indice à un plus bas historique de 4,53% pour une durée de 3,1 années. De plus, lorsque l'on examine de manière fine les plus fortes contributions à la performance depuis le début de l'année (+1,58% pour l'indice haut rendement contre -2% pour le Treasuries 10 ans), on relève que les secteurs qui enregistrent les meilleures performances sont l'Energie, les Transports, la Distribution, les Mines et Métaux, autant de secteurs qui avaient notablement sous performés en 2020 et par catégorie de notation, les plus fortes contributions à la performance émanent des titres non notés ou dont les notations sont parmi les plus faibles de l'indice. On observe une dynamique très similaire en termes de performance et de contribution à la performance sur le marché des prêts à effets de levier. Cependant, sur le front des défaillances d'entreprises, les taux de défaut des titres de la catégorie haut rendement sur 12 mois glissant poursuivent leur hausse. Ceux-ci s'établissent à 6,6% aux Etats-Unis et à 5% en Europe, soit des niveaux très inférieurs à ceux atteints lors de la dernière crise financière de 2008. Les investisseurs semblent vouloir croire à quelques signaux positifs tels que le ralentissement du rythme de hausse des défauts, à l'inflexion du ratio entre les améliorations et les dégradations de notation ou encore au niveau de ratio distressed (part des titres haut rendement dont la prime contre la courbe d'Etat américaine est supérieur à 1000pb) tombé à 5%.

En ce début d'année, ces performances traduisent un positionnement assez agressif dans la prise de risque de la part des investisseurs qui parient sur un rebond rapide de l'activité aidée par les perspectives de relance fiscale et par le déploiement des vaccins. Toutefois, les défaillances d'entreprises sont une réalité, en témoigne les 8 défauts recensés par S&P depuis le début de l'année et la semaine dernière encore, en Europe, l'annonce du défaut de Vallourec. Ces taux de défaut sont sans aucun doute sur des niveaux bas par rapport à la situation réelle d'un certain nombre d'entreprises qui ne survivent que par les dispositifs de soutien déployés depuis mars 2020, prêts garantis par l'Etat notamment. Il est probable que ces taux de défaut se maintiennent à des niveaux relativement élevés plus longtemps que lors des crises précédentes avec le retrait progressif des différents dispositifs de soutien. Les niveaux de valorisations du marché du crédit sont sans aucun doute le reflet d'un scénario macroéconomique très optimiste, de conditions d'offre/demande favorables (ralentissement de l'offre après une année 2020 record) et d'une situation de liquidité extrêmement abondante mais ne prennent sans doute pas en compte les fondamentaux des entreprises et les risques quant à la robustesse de la reprise. Cette situation et ses niveaux de valorisation nous rendent extrêmement vigilants dans nos choix d'investissement sur le crédit et nous incitent à privilégier les profils de sociétés résilientes qui sauront s'adapter à ce contexte particulier ou encore les entreprises appartenant à des secteurs stratégiques qui pourront faire l'objet de soutien notamment de la sphère publique.

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Actions Europe

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) poursuivent leurs trajectoires haussières de 0,8% sur fond de publications de résultats et de hausse des taux d'intérêt souverains. Les performances sectorielles sont d'ailleurs le reflet de cet environnement avec le secteur de la finance qui affiche la deuxième meilleure performance (+1,6%) tandis que la sensibilité plutôt négative aux variations de taux des services aux collectivités (-2,2%), de l'immobilier (-1,3%) et des services de communication (-0,5%) les pénalise. Sur le plan des titres, Adyen ressort en tête de classement avec une progression de 16,2% après avoir publié des résultats annuels solides et relevé ses perspectives de marges. L'ensemble du secteur de la technologie est d'ailleurs très bien orienté sur la semaine puisque qu'il progresse de 4,5%. En termes géographiques, on notera la surperformance en devises locales des indices hors euro à l'image de la Suède (+1,8%), le Danemark (+1,8%) et du Royaume Uni (+1,5%) face à la sous performance de l'Espagne (-1,9%) et du Portugal (-2,4%) en raison de leur exposition plus forte aux segments des services aux collectivités. Enfin, depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap affiche une performance supérieure (+7,1%) au MSCI EMU (3,9%) ou le MSCI Europe (+3,7%) qui retrouvent une certaine homogénéité.

L'implémentation du Brexit s'exprime de façon concrète sur les marchés boursiers avec une activité inédite sur la place financière d'Amsterdam qui vient de supplanter celle de Londres en termes de parts de marché sur la négociations de valeurs mobilières en janvier ; notamment sur le marchés des swaps et de la dette souveraine. En effet, 9,2 milliards d'euros de titres ont été échangés sur les places Euronext Amsterdam, CBOE Europe et la plateforme alternative Turquoise, soit 4 fois plus que les volumes traités en décembre 2020. Les volumes échangés sur la place financière de Londres se sont élevés à 8,6 milliards d'euros selon les données de CBOE Europe. Par ailleurs, le géant outre-Atlantique ICE (propriétaire de NYSE, la bourse de New-York) envisage également de déplacer son activité de négociation de droit carbone, représentant environ 1 milliard d'euros d'opérations quotidiennes aux Pays-Bas mais conservera ses activités de compensation à Londres. Ce déplacement de liquidité est la conséquence immédiate de la fin de la reconnaissance des plateformes britanniques de négociations au sein de la supervision de l'UE. La fin de l'équivalence a entraîné un déplacement immédiat de la moitié de l'activité des banques et courtiers présents au R-U, accompagné de déménagement massif d'équipes de cadres à Amsterdam, Francfort et Paris notamment. Les services financiers demeurent une composante majeure du PIB du Royaume-Uni et ont contribué à 76 milliards de Livre Sterling de taxes au trésor. Cette perte symbolique de 1ere place financière va inciter Londres à se concentrer sur des marchés de niche car certains investisseurs valorisent davantage la liquidité disponible et le coût d'exécution. En réponse, Londres a levé les restrictions émises pour la négociation de valeurs suisses interdites en UE.

Sur le plan des acteurs, l'heure est à la consolidation pour les bourses d'échange avec plusieurs opérations des rapprochements emblématiques. Le London Stock Exchange a décidé de consacrer 27 milliards de dollars pour emporter la division de données financières du Groupe Thomson Reuters rebaptisé Refinitiv. Les bourses d'échanges souhaitent se déplacer sur la chaîne de valeur en se positionnant sur l'insatiable appétit des gestionnaires pour la consommation de données, activité lucrative offrant l'avantage d'être récurrent contrairement à l'activité classique de négociation qui dépend le plus souvent de la volatilité et de la volonté de prendre du risque des investisseurs. En effet, ces fournisseurs d'informations aspirent à vendre des abonnements dont les clients sont friands générant des flux de revenus réguliers. Dans le même esprit, le rachat par Deutsche Boerse d'ISS, 3e fournisseur mondial de données extra-financières et de conseils de vote, complète le métier du Groupe en servant les besoins croissants des gestionnaires pour les indicateurs quantitatifs de transparence et sur le développement durable. On peut également citer l'opération du fournisseur d'indice américain S&P Global Ratings qui s'est rapproché du fournisseur d'informations critiques d'activités sectorielles et économiques IHS Markit pour 44 milliards de dollars. Par ailleurs, dans un registre plus classique, Euronext a racheté Borsa Italiana à London Stock Exchange pour satisfaire les exigences liées au respect de la concurrence et tente également de construire un pôle de données et d'informations financières crédibles face à ces géants qui se constituent.



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

Comme cela a été rappelé dans le Suivi Hebdo du 18 janvier dernier, la chaîne d'approvisionnement des semi-conducteurs a été mise à rude épreuve en ce début d'année. En effet, plusieurs constructeurs automobiles dont VOLKSWAGEN ou AUDI ont dû ralentir voire fermer certaines lignes de production de véhicules à cause d'une pénurie de puces électroniques. L'Europe, ultra-dépendante de ces composants informatiques, voudrait être plus autonome en la matière. Début janvier, une quinzaine d'États membres, dont la France, ont énoncé le souhait de lancer une alliance industrielle pour assurer leur souveraineté technologique. La situation repose la question de la dépendance de l'Europe. Aujourd'hui, la zone ne détient que 10 % du marché mondial des semi-conducteurs, évalué à 440 milliards d'euros. Ce constat s'était posé au S2 2020 pour le secteur de la pharmacie avec une volonté de retrouver une souveraineté en France. Le but est également que la zone se différencie de ses concurrents en misant sur des puces plus économes en énergie.

L'Union européenne s'est en effet fixée des objectifs environnementaux ambitieux la poussant à investir dans les énergies renouvelables et la mobilité électrique. C'est également pour cette raison qu'en septembre dernier elle a créé une alliance des matières premières, dont le silicium, composant principal des puces électroniques. L'Institut Montaigne évoque même l'idée que l'Europe possède sa propre fonderie de puces afin de ne plus être dépendant du taiwanais TSMC et du coréen SAMSUNG.

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Actions Internationales

### Asie :

La semaine a été marquée par une poursuite de la hausse des marchés asiatiques, et notamment des marchés chinois : 4,3% en 1 semaine et 18% depuis le début de l'année, tirés à la fois par les valeurs technologiques et les valeurs financières.

Au Japon, les résultats des sociétés compensent la morosité de l'économie, avec un marché entraîné par de bonnes publications de résultats et un rebond des valeurs cycliques. La hausse des marchés de l'Asie du Sud et de l'Inde est également tirée par les valeurs financières avec un marché inondé de liquidités, orchestré par la banque centrale. Quant à l'Australie, la baisse du marché financier s'explique par un certain nombre d'éléments, notamment des tensions diplomatiques persistantes avec la Chine, et le retour du risque pandémique (le deuxième État le plus peuplé d'Australie est entré dans un verrouillage de cinq jours après une augmentation des cas de Covid). La Malaisie a affiché son pire résultat économique annuel depuis la crise financière asiatique. Le PIB a chuté de 3.4% au T4 par rapport à l'année dernière. L'économie s'est contractée de 5,6% pour l'ensemble de 2020, et surtout les perspectives ne sont pas bonnes avec une pandémie qui bat son plein et une situation politique extrêmement complexe, se traduisant par un quasi coup d'Etat, le pouvoir étant confisqué dans les mains du premier ministre jusqu'à ce que la pandémie soit sous contrôle. D'un point de vue microéconomique, nous notons encore une fois cette semaine un accord de partenariat majeur entre **TSMC et Apple** qui vont conjointement travailler sur le développement d'écrans 'micro OLED'. A la différence d'un écran LCD 'classique' qui est fabriqué sur du substrat de verre, le 'micro OLED' est directement construit sur les plaques de silicium (wafers). De son côté, le plus grand fabricant japonais de puces électroniques, **Renesas Electronics** a conclu un accord pour racheter Dialog Semi. La transaction s'élève à environ 5 milliards d'euros. Enfin, **Mitsubishi Corporation annonce qu'elle fournira de l'énergie 100% renouvelable aux installations d'Amazon en Europe**. L'électricité devrait provenir d'un parc éolien offshore qui sera construit par Eneco, une société énergétique néerlandaise appartenant à Mitsubishi. Eneco fournira 130 000 kilowatts après la mise en service du parc éolien en 2023.

### Que faut-il penser de la surperformance du marché indien en Asie du Sud-Est ?

Depuis l'annonce du budget 2021-22, le marché indien s'est envolé, sans tenir compte des préoccupations concernant les valorisations. Les grandes capitalisations affichent une performance de près de 10% alors que l'indice des PME affichent plus de 16% de performance depuis le début de l'année. Cela dans un contexte pandémique exécrable, une situation sociale explosive et des performances économiques décevantes. Certes, le programme de \$500 milliards a le potentiel d'augmenter la part des bénéficiaires des entreprises dans le produit intérieur brut et de contribuer à un nouveau cycle d'investissements privés, à une reprise des flux d'actions domestiques et à une croissance des bénéficiaires. Toutefois, les risques d'exécution restent énormes dans un pays qui n'a jamais brillé pour exécuter ses programmes de réforme. Le marché indien est aujourd'hui aussi cher que le marché américain avec un contexte de risque autrement plus élevé : des incertitudes qui touchent tout autant l'avenir politique du premier ministre Modi, des niveaux de créances douteuses les plus élevées au monde et une situation pandémique très loin d'être sous contrôle.

### Etats-Unis:

Aux Etats-Unis le S&P 500 progresse de 1,3% et dépasse ses plus hauts historiques, poussé simultanément par les chiffres des vaccinations, la perspectives d'une relance budgétaire et monétaire et par des résultats d'entreprises solides. Le secteur de l'énergie continue de se redresser alors que les perspectives s'améliorent et surperforment assez largement devant la technologie qui continue d'attirer l'intérêt des investisseurs. C'est particulièrement le cas des semi-conducteurs qui profitent de la progression de la demande et des prix. A l'inverse les services aux collectivités et les valeurs de consommation, plus défensifs et moins sensibles à la reprise de l'économie évoluent en baisse. Plus précisément sur le secteur semi conducteurs et en lien avec nos thèmes sur les chaînes d'approvisionnements, nous évoquions récemment la pénurie qui affecte plus particulièrement le secteur automobile. Elle a notamment contraint General Motors à fermer pour 45 jours minimum trois de ses usines en Amérique du Nord. Au-delà, c'est l'économie mondiale qui est potentiellement affectée, tant l'importance des puces est grandissante et cela a mis en évidence le risque associé à la dépendance internationale. Pour corriger cela, le gouvernement américain souhaite identifier les maillons critiques de cette chaîne afin de les améliorer. A cet égard, les dirigeants des sociétés Intel, Qualcomm, Micron Technology, et Advanced Micro Devices ont tous les quatre demandé au gouvernement de leur fournir un financement afin de favoriser la relocalisation d'une partie de leur production aux Etats-Unis. Plus généralement, la saison de résultats se poursuit avec beaucoup de publications la semaine dernière. Malgré le contexte très difficile, les entreprises ont globalement réussi à adapter leurs structures de coûts aux baisses d'activité. Si les résultats ne sont pas définitifs, il semble qu'en moyenne les bénéficiaires par actions des sociétés du S&P 500 n'aient baissé que de 15% en 2020 soit un niveau beaucoup plus faible que durant les précédentes crises comme 2008 (-37%) ou 1990 (-35%) et même 2001 (-23%).

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine



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

De par la nature de leurs activités, le secteur bancaire est surexposé aux controverses relatives à l'éthique des affaires. En 2016, plus de 11,5M de documents confidentiels issus du cabinet d'avocats panaméen Mossack Fonseca avait fuités dans le cadre de l'affaire très médiatisée des « Panama Papers ». Des informations sur plus de 214 000 sociétés offshore avaient été rendues publics, détaillant ainsi les noms des actionnaires de ces sociétés et leurs mécanismes d'évasion fiscale. Après les « Panama Papers », le Consortium international des journalistes d'investigation (ICIJ) a publié le 20/09/2020 une nouvelle enquête relative cette fois-ci à une autre thématique de l'éthique des affaires. Au moins 5 banques – JPMORGAN, HSBC, STANDARD CHARTERED BANK, DEUTSCHE BANK et la BANK OF NEW YORK MELLON – sont mises en cause pour des pratiques de blanchiment d'argent. Cette enquête, fondée sur l'examen de plus de 2 100 déclarations d'activités suspectes que les banques sont tenues d'envoyer à une agence relevant du département du Trésor américain (Financial Crimes Enforcement Network ou FinCEN) a révélé que de nombreuses banques internationales ne parviennent pas à lutter efficacement contre le blanchiment d'argent, c'est-à-dire l'action de dissimuler la provenance d'argent acquis de manières illégales (e.g. spéculations illégales, activités mafieuses, trafic de drogue, d'armes, extorsion, corruption, fraude fiscale) en le réinvestissant dans des activités légales (e.g. commerce, construction immobilière, casinos). Cela représente selon l'ICIJ un total de près de 2 100Mds\$ de transactions suspectes, réalisées pendant près de 20 ans, de 1999 à 2017. Les rapports du FinCEN dévoilent ainsi que les 5 banques ont échoué à endiguer certains transferts illicites de capitaux, parfois même après avoir été sanctionnées et s'être engagées auprès de la justice à renforcer leurs contrôles. Outre les sanctions réglementaires et financières, le secteur est exposé à un risque de réputation important.

# Suivi Macroéconomique

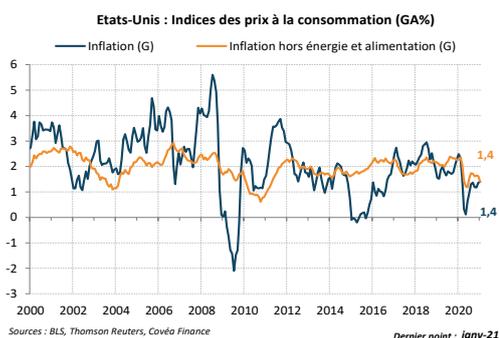
## États-Unis

« Le Président de la Fed maintient un discours très accommodant »

**Les Représentants démocrates ont publié cette semaine une partie de leur proposition de plan de soutien, qui adopte les contours du plan *American Rescue Plan (ARP)* de 1900 Mds\$ présenté le 14 janvier par Joe Biden.**

Concernant les allocations chômage supplémentaires, le texte prévoit un versement de 400\$ jusqu'au 31 août 2021, contre 300\$ actuellement (l'ARP prévoyait une prolongation jusqu'au 30 septembre). Le texte prévoit également le passage du salaire minimum fédéral à 15\$, une mesure réglementaire qui ne pourra pas être adoptée via la procédure de réconciliation budgétaire, qui sera vraisemblablement utilisée par les Démocrates pour faire passer le plan de soutien. Pour les chèques envoyés aux ménages, la proposition des Représentants est similaire à celle de l'ARP, à savoir 1400\$ par adulte, enfant et personnes dépendantes. Ces personnes dépendantes incluent les étudiants qui n'étaient pas éligibles aux précédents chèques. Les montants des chèques seront réduits progressivement au-delà de 75 000\$ de revenu annuel pour les individus ou 150 000\$ pour les couples (année de référence 2019 ou 2020). Ces seuils, similaires à ceux des deux précédentes salves de chèques (1200\$ par adulte en mars, 600\$ en décembre), font l'objet de débats au sein du parti Démocrate, certains élus militant pour les abaisser afin de mieux cibler les personnes en difficulté. Le Sénateur démocrate Joe Manchin, dont le soutien sera essentiel pour adopter le plan au Sénat étant donné la majorité très étroite dont disposent les démocrates, s'est ainsi prononcé en faveur d'une réduction du montant des chèques au-delà de 50 000\$ de revenu annuel par individu et 100 000\$ par couple. On peut donc envisager que les Démocrates de la Chambre des Représentants et ceux du Sénat aboutissent à des projets de lois légèrement différents. Dans ce cas, une réconciliation des deux textes sera nécessaire ce qui pourrait prolonger les débats législatifs et retarder l'adoption du plan de soutien, alors que les aides exceptionnelles au chômage expirent le 14 mars.

Le second procès en destitution de Donald Trump, qui aura duré à peine une semaine, s'est achevé sur un nouvel acquittement pour l'ancien Président. Seulement 57 Sénateurs l'ont reconnu coupable « d'incitation à l'insurrection » lors des événements du 6 janvier 2021, loin de la majorité qualifiée de 67 Sénateurs nécessaire pour une condamnation. 7 Sénateurs Républicains ont



donc rallié les 50 Sénateurs Démocrates, ouvrant une faille au sein du parti républicain dont la base reste largement acquise à l'ancien Président. Le leader des Sénateurs Républicains, Mitch McConnell, a voté contre la destitution car il estimait illégitime ce procès, mais il a durement critiqué l'ancien Président qu'il estime responsable d'avoir provoqué les événements du 6 janvier au Capitole.

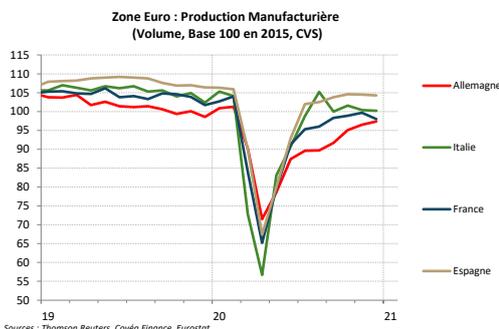
Du côté des données économiques, la croissance annuelle des prix à la consommation a très légèrement progressé en janvier (1,4% contre 1,3% en décembre), malgré une hausse marquée des prix de l'énergie (+3,5% en glissement mensuel). L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) fléchit à 1,4% en rythme annuel, sous l'effet d'une faiblesse persistante des prix des services touchés par la pandémie : les prix de l'hôtellerie reculent de 1,9% sur le mois, les billets d'avion de 3,2%. Par ailleurs le prix des voitures d'occasion maintient une dynamique baissière (-0,9% sur le mois) et la modération de la composante logement se renforce. A l'opposé on retrouve une forte hausse des prix de l'habillement (+2,2% en glissement mensuel) et un rebond des services de santé, après des mois de fléchissement.

Concernant la politique monétaire, dans un discours prononcé pour le *New York Economic Club*, Jerome Powell a renforcé l'idée que la Fed maintiendra pour longtemps un haut degré d'assouplissement monétaire et insisté sur les dommages causés par la pandémie sur le marché du travail. Le président de la Fed a par ailleurs déclaré que la politique monétaire ne serait pas suffisante pour rétablir pleinement la situation de l'emploi et s'est montré une nouvelle fois en faveur d'un effort budgétaire supplémentaire pour soutenir les ménages et les entreprises. Ces propos vont dans le sens de ceux de Janet Yellen, (prédécesseur de J. Powell à la Fed, et désormais à la tête du Trésor) et promettent une politique économique américaine durablement expansionniste.

# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Le gouvernement Draghi rassemble une solide majorité au parlement italien »



**Les données sur l'activité industrielle manufacturière continuent d'illustrer une progression hétérogène entre les principaux pays de la Zone euro sur le mois de décembre.** En Allemagne, l'industrie manufacturière poursuit sa reprise à 0,9% par rapport au mois précédent (-1,2% en GA), marquant ainsi le huitième mois consécutif de progression. Une bonne performance largement généralisée aux différents composants de l'indice — la production de machines et équipements a néanmoins reculé sur le mois. En revanche, l'activité manufacturière s'est fortement repliée en France à -1,7% sur le mois (-4,4% en GA), un repli généralisé dans la quasi-totalité des secteurs à l'exception du transport (automobile et aéronautique), du textile et du métal. Enfin, une très légère baisse de -0,2% est enregistrée en Espagne (-2% en GA) et en Italie (-2,1% en GA). Pour rappel, les indicateurs du climat des affaires PMI de janvier indiquent un dynamisme

marqué de l'activité manufacturière en janvier pour l'Allemagne et l'Italie, une expansion plus mesurée pour la France et un nouveau recul pour l'Espagne.

**Le relatif dynamisme de l'industrie manufacturière allemande se manifeste également à travers les flux commerciaux, où l'on observe une progression des exportations allemandes, notamment vers l'Asie.** Au mois de décembre, les exportations progressent de 0,1% par rapport au mois précédent tandis que les importations enregistrent un recul de -0,1%. Au total sur l'année, la reprise des importations a été plus importante que celle des exportations et entraîne une réduction de l'excédent commercial. Les flux commerciaux demeurent néanmoins en deçà des niveaux d'avant-crise. Par pays, les exportations vers les pays d'Asie ont été particulièrement dynamiques. En 2020, la Chine devient ainsi le deuxième destinataire d'exportations de l'Allemagne, devant la France.

**Dans le secteur de la construction, on observe également des tendances divergentes.** En Allemagne, malgré une baisse mensuelle de 3,2% en décembre, le secteur de la construction enregistre une progression de 4,0% au cours du quatrième trimestre et constitue donc, avec l'industrie manufacturière, un des moteurs de l'augmentation de l'activité sur la période. A contrario, la construction en France enregistre une forte baisse (-8,7%) par rapport au mois précédent, soit un recul annuel de 9,3%. Sur le trimestre, la construction recule ainsi de 2,9%.

**Les perspectives d'activité en Zone euro demeurent, comme depuis presque un an, déterminées par l'évolution des conditions sanitaires et des mesures gouvernementales mises en place pour y faire face.** En la matière, le gouvernement fédéral allemand a annoncé une prolongation des mesures de restrictions actuelles (fermeture des commerces non alimentaires et des restaurants notamment) jusqu'au 7 mars (contre le 14 février auparavant). Cette nouvelle prolongation devrait donc retarder la reprise de l'économie allemande et pèsera lourdement sur les performances du premier trimestre.

**Du côté de la politique italienne, M. Draghi est confirmé au poste de Premier Ministre après avoir remporté l'adhésion des principaux partis politiques.** Chargé par le Président italien S. Mattarella de constituer un gouvernement d'unité nationale pour sortir de la crise politique actuelle, M. Draghi a remporté une adhésion quasi-unanime des principaux partis au parlement. Alors que l'adhésion des partis pro-européens du centre de l'échiquier politique (Parti démocrate, Italia viva, Forza Italia) lui était déjà acquise, les consultations menées par M. Draghi auprès des autres grands partis ont débouché sur le soutien du parti d'extrême droite de M. Salvini (Lega) puis celui du parti antisystème (Mouvement 5 étoiles, 1er parti au parlement). Ce dernier a en effet tenu un vote en ligne auprès de ses membres aboutissant à une majorité de 59,3% en faveur du soutien de la nouvelle coalition gouvernementale qui illustre néanmoins une opposition marquée sur la question — des votes similaires s'étaient traduits par une adhésion de 94% concernant la coalition gouvernementale avec le parti Lega puis de 79% avec le Parti démocrate. Cette nouvelle coalition gouvernementale menée par M. Draghi devrait ainsi pouvoir s'appuyer sur une majorité de 86,5 % des sièges à la Chambre des députés et de 82,9 % des sièges au Sénat lors des votes de confiance qui se tiendront cette semaine. Parmi les grands partis italiens, seuls les Frères d'Italie (extrême droite) continuent d'afficher leur opposition à ce gouvernement technique. Concernant les nominations, l'équipe ministérielle avancée par M. Draghi, se compose à la fois de personnalités politiques issues des partis de la coalition — L. Di Maio (M5S) restera ministre des Affaires étrangères et G. Giorgetti (Lega) a été nommé ministre du Développement économique — ainsi que de techniciens tel que D. Franco (ancien Directeur général de la Banque d'Italie) qui a été nommé ministre de l'Économie et des Finances. Malgré un soutien massif au parlement, l'hétérogénéité de ce gouvernement pourrait se traduire par une absence d'unicité sur les questions qui divisent le plus la politique italienne (plan de relance, réforme du système judiciaire,...).

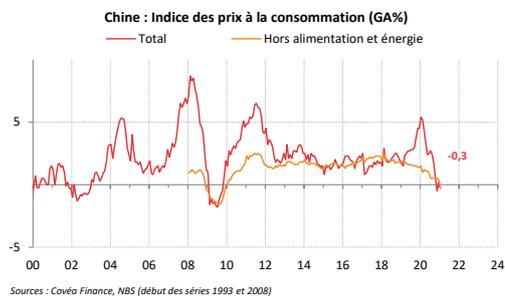
**En Espagne, les indépendantistes gardent le contrôle du gouvernement régional Catalan.** Malgré la bonne progression du Parti du Premier ministre (centre gauche) qui remporte le plus de votes (23%), la coalition entre les indépendantistes d'ERC (21%) et de Junts (20%) continuera de gouverner la région. Le parti d'extrême droite Vox (8%) est devenu le 4ème parti au parlement catalan alors que le Parti populaire (centre droit) dégringole dans les votes (4%).

**Au Royaume-Uni, l'estimation préliminaire du PIB indique un recul historique de l'activité en 2020.** Au quatrième trimestre 2020, l'économie britannique progresse de 1,0% par rapport au trimestre précédent, et ce malgré la mise en place de mesures de confinement strictes au mois de novembre. L'économie britannique enregistre donc son deuxième trimestre consécutif de croissance (+16,1% au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent). En moyenne sur l'année 2020, l'économie britannique enregistre un recul de 9,9%, soit son plus fort recul historique. Par secteur, l'industrie, les services et la construction enregistrent tous trois une augmentation sur le trimestre mais demeurent en-deçà des niveaux d'avant crise. La constitution de stock de précaution à l'approche de l'échéance des négociations a par ailleurs tiré la croissance à la hausse.

# Suivi Macroéconomique

## Asie

« La faiblesse des prix à la consommation chinois illustre l'atonie de la demande intérieure »



**En Chine, les prix à la consommation chinois reculent de -0,3 % en glissement annuel en janvier, après +0,2 % en décembre.** Le recul de l'inflation totale est en partie le fait d'un effet de base en lien avec la volatilité des prix du porc, qui ont fortement augmenté l'année précédente à la suite d'une épidémie de peste porcine. **L'inflation sous-jacente, hors produits alimentaires et énergie, enregistre toutefois elle aussi un repli de -0,3 % en glissement annuel en janvier, la première baisse depuis 2009.** Ce recul est notamment le fait de la baisse du prix des services, notamment dans les secteurs du voyage et du tourisme, qui ont fortement pâti des restrictions sanitaires imposées suite au rebond du nombre de cas de Covid-19 dans certaines provinces chinoises. La croissance de l'inflation sous-jacente en janvier 2021 est également affectée par un effet de base, dans la mesure où les fêtes du Nouvel An lunaire ont débuté en janvier en 2020, avec

un impact haussier sur les prix. De façon plus structurelle, le recul notable de l'inflation sous-jacente en janvier – qui s'inscrit dans la lignée du faible dynamisme de cet indicateur lors des mois précédents – suggère néanmoins une faiblesse de la demande intérieure, alors que la consommation privée peine à rebondir et que les ventes au détail n'ont pas retrouvé leur niveau d'avant crise. **Par contraste, les prix à la production se redressent au mois de janvier, s'établissant à +0,3 % en glissement annuel et repassant en territoire positif pour la première fois depuis janvier 2020.** Cette trajectoire haussière reflète le dynamisme de la production industrielle, ainsi que la hausse du coût des matières premières utilisées comme intrants par les entreprises manufacturières, dont ont également fait part les PMI de janvier. Ces chiffres d'inflation appuient l'analyse que nous avons déjà formulée d'une divergence entre production industrielle et demande intérieure : les prix à la production gagnent en dynamisme, bénéficiant notamment du dynamisme des ventes à l'étranger, tandis que la faiblesse du rebond de la consommation des ménages se traduit par une atonie des prix à la consommation.

**La période du Nouvel An lunaire, qui a débuté le 11 février en Chine, va être marquée par les restrictions sanitaires.** Les festivités du Nouvel An lunaire sont traditionnellement accompagnées de déplacements massifs de population, notamment du fait du retour dans leur province d'origine des travailleurs migrants employés dans les grandes villes. Toutefois, le rebond de l'épidémie dans le nord de la Chine a conduit les autorités à durcir les contraintes sanitaires pesant notamment sur les déplacements, avec pour conséquence une chute du nombre de voyageurs à l'occasion des fêtes du Nouvel An. Selon le ministère du Transport chinois, le nombre total de voyages réalisés s'élèverait à 1,15 milliards de personnes pour l'ensemble de la période, un nombre inférieur de 60 % à celui de l'année 2019 avant le coronavirus et de 20 % à celui de l'année 2020, durant laquelle la période du Nouvel An avait déjà été marquée par l'apparition du coronavirus. Cette chute des voyages pèsera sur les provinces rurales – déjà plus pauvres –, qui bénéficient traditionnellement d'un fort rebond de la consommation et du tourisme du fait du retour des travailleurs migrants à cette période de l'année. Le caractère restreint des festivités est également de nature à atténuer la hausse de la consommation enregistrée à cette période de l'année. Toutefois, les restrictions sanitaires pourraient également se traduire par un creusement de l'activité moins marqué qu'à l'accoutumée à cette période de l'année, dans la mesure où une part importante des employés feront le choix de rester travailler, étant donné l'impossibilité de rejoindre leur famille pour les fêtes.

Les ventes au détail de voitures particulières en Chine croissent de 25,7 % en glissement annuel au mois de janvier pour s'établir à 2,16 millions de véhicules vendus. Ce chiffre constitue la croissance la plus forte depuis septembre 2016, en lien avec un effet de base après le recul prononcé des ventes d'automobiles en janvier 2020 (-20 %) du fait du début de la pandémie. Bien que les ventes d'automobiles n'aient pas encore retrouvé leur niveau de fin 2019, le fort rebond du mois de janvier suggère une reprise de la consommation privée en 2021 en Chine, après que l'investissement a constitué le principal moteur de croissance en 2020. Selon la China Passenger Car Association, les ventes d'automobiles pourraient progresser de +7 % sur l'ensemble de l'année 2021, après un recul de -7 % en 2020.

**Les heures supplémentaires des employés japonais ont enregistré un creusement marqué en 2020.** Les revenus provenant des heures supplémentaires chutent de -8,9 % en glissement annuel en décembre et de -12,1 % en moyenne sur l'ensemble de l'année 2020, soit la baisse la plus prononcée depuis la crise financière de 2009 (-13,5 %). Ce recul reflète la limitation des heures d'ouverture de la plupart des entreprises, en lien avec la pandémie. Le repli de l'année 2020 s'étend aux employés de l'ensemble des secteurs, mais est particulièrement prononcé dans le secteur du loisir (-33,5 %) et de la restauration (-27,3 %), tandis qu'il est un peu moins fort dans l'industrie manufacturière (-19,5 %). Au total, les employés japonais ont vu leur rémunération réelle baisser de 1,2 % en 2020, la seconde année consécutive de repli. La faiblesse des salaires est de nature à alimenter la dynamique déflationniste de l'économie japonaise, avec une inflation sous-jacente en recul de -0,4 % en décembre. Les négociations salariales annuelles actuellement en cours entre les syndicats et le patronat sont par ailleurs peu susceptibles de déboucher sur une hausse marquée des rémunérations.

**La Banque du Japon suggère un possible ajustement de son programme d'achat d'actifs.** Toyaki Nakamura, membre du conseil des gouverneurs de la Banque du Japon (BOJ), a reconnu que le programme d'achats massifs d'ETF mené par la BOJ pouvait « affecter négativement le fonctionnement des marchés ». Toyaki Nakamura a néanmoins réaffirmé que les achats d'ETF demeuraient un outil nécessaire à l'avenir. Ces déclarations s'inscrivent dans le contexte de la revue stratégique actuellement en cours depuis décembre 2020 au sein de la banque centrale japonaise et dont les conclusions sont attendues en mars. Le programme d'achats d'ETF mené par la BOJ, qui a gagné en ampleur lors de la crise du coronavirus a fait l'objet de nombreuses critiques et a été accusé de distordre le marché. Les déclarations de Toyaki Nakamura suggèrent que les contours de ce programme pourraient être ajustés à l'issue de la revue stratégique.

# Tableaux synthétiques

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

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

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

Sources : Thomson Reuters, Covéa Finance

# Tableaux synthétiques

INDICATEURS DE MARCHES			31/12/20	05/11/20	12/02/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 05/11/20 (% 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	2,00	0,00	0,00
		Russie	4,25	4,25	4,25	0,00	0,00
		Inde	4,00	4,00	4,00	0,00	0,00
		Chine	4,35	4,35	4,35	0,00	0,00
	Taux souverains 10 ans (%)	Etats-Unis	0,91	0,76	1,21	0,30	0,45
		France OAT	-0,34	-0,36	-0,20	0,14	0,17
		Allemagne	-0,57	-0,64	-0,43	0,14	0,21
		Italie	0,54	0,67	0,48	-0,07	-0,19
		Royaume-Uni	0,20	0,23	0,52	0,32	0,28
		Japon	0,02	0,02	0,07	0,05	0,05
Corée du Sud		1,73	1,53	1,83	0,10	0,31	
Brésil		3,22	3,34	3,45	0,23	0,11	
Russie	6,01	6,03	6,56	0,55	0,53		
Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,2	243,8	-0,14	0,66	
<b>Marchés des changes</b>	Contre euro (1 € =...devises)	Dollar	1,22	1,18	1,21	-0,8	2,5
		Sterling	0,89	0,90	0,87	-2,1	-2,8
		Yen	126,2	122,4	127,2	0,8	3,9
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1128	1107	1,3	-1,9
		Real brésilien	5,2	5,5	5,4	3,4	-2,9
		Rouble	74,0	77,0	73,7	-0,5	-4,3
		Roupie indienne	73,1	74,4	72,8	-0,4	-2,2
		Yuan	6,5	6,7	6,5	-1,1	-2,9
<b>Marchés actions</b>	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	3510	3935	4,8	12,1
		Japon - Nikkei 300	382	342	406	6,2	18,5
		France - CAC 40	5551	4984	5704	2,7	14,4
		Allemagne - DAX	5954	5440	6064	1,9	11,5
		Zone euro - MSCI EMU	128	116	133	3,9	15,1
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	5906	6590	2,0	11,6
		Corée du Sud - KOSPI	2821	2414	3101	9,9	28,5
		Brésil - Bovespa	119409	100751	119429	0,0	18,5
		Russie - MICEX	3275	2861	3427	4,7	19,8
		Inde - SENSEX	47751	41340	51544	7,9	24,7
		Chine - Shangäi	3473	3277	3655	5,2	11,5
		Hong Kong - Hang Seng	27231	24886	30039	10,3	20,7
	MSCI - BRIC	1296	1221	1475	13,8	20,8	
	Euro	S&P (€)				5,6	9,4
		Nikkei 300 (€)				5,4	14,1
FTSE 100 (€)					4,2	14,7	
<b>Matières premières</b>	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	409	539	11,3	31,6
		Indice CRB**	444	415	470	5,9	13,3
	Energétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	41	62	20,5	52,5
	Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1895	1947	1822	-3,9	-6,4
		Prix de la tonne de cuivre	7766	6853	8332	7,3	21,6

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

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

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

Sources : Covéa Finance, Bloomberg

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

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

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

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

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document. Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

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

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

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

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