

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

03 Mai 2021

Rédacteurs

Gestion  
Recherche Economique

## Goulet ou goulot ?

L'échouage d'un porte-conteneurs et le blocage du canal de Suez ont mis en lumière l'importance du transport maritime dans les échanges mondiaux. Il représente 78% du total transporté, contre 11% pour le ferroviaire, 10% pour le routier et 1% pour l'aérien. On se rappellera que le canal qui relie Port Saïd à Suez voit passer près de 12% du transit maritime international et symbolise tant l'éclatement géographique des chaînes de valeur mondiales que les choix de spécialisations nationales. Il révèle surtout le goulet d'étranglement que peut représenter le fret par la voie des océans à travers les erreurs humaines, les contingences météorologiques ou la disponibilité des vaisseaux et des équipages. En témoigne le quadruplement des tarifs des conteneurs entre la Chine et l'Europe sur la seconde partie de l'année 2020.

Or, la crise sanitaire pourrait apporter son lot de crispations supplémentaires par le truchement de règlements draconiens en matière de passeport vaccinal. On imagine l'effet d'un bannissement de tout autre vaccin qu'un vaccin chinois pour pouvoir charger ou embarquer les cargaisons à Shanghai ou que ceux autorisés par l'Union européenne à Rotterdam ou au Havre ! A l'heure de l'assignation à domicile, de l'immobilité du télétravail et de l'achat à distance, les marchandises doivent pourtant pouvoir se mouvoir pour être transformées, enrichies, assemblées puis consommées. Et l'incident du canal de Suez ne bouleversera pas l'écosystème de la logistique mondiale malgré les efforts de communication pour mettre en avant des trajets alternatifs tel la Route de la Soie ou la route Nord par l'Arctique... En revanche, il nous remémore les coûts cachés de ce mode de transport et des chaînes de valeur en flux tendus. Car en dehors de l'anecdote de ce point d'engorgement (il y a régulièrement des cas plus ou moins similaires sur le canal de Panama ou dans le détroit de Malacca), la question de la pollution au dioxyde de carbone et de soufre se pose. Le transport maritime est un contributeur important aux émissions de gaz à effet de serre (l'équivalent de ceux des Pays-Bas, mais il n'entre pas dans les Accords de Paris...) et les porte-conteneurs propulsés au gaz naturel liquéfié sont encore trop peu nombreux.

Une solution serait d'imposer un ralentissement de la vitesse des navires de fret. Une occasion de s'interroger sur la valeur du temps !

### Sommaire

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

**Suivi macroéconomique** p5  
Etats-Unis  
Europe  
Asie

### Focus de la semaine

Prix d'un container entre Shanghai et l'Europe



« un triplement depuis un an »

Source : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Obligataire : le regard du gérant

### Marché de taux

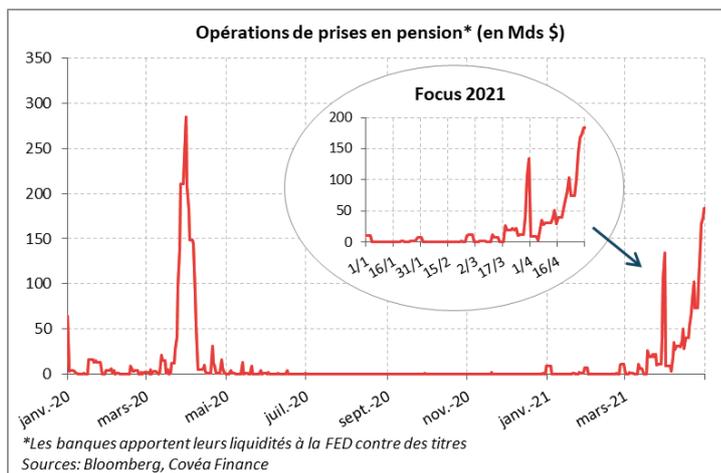
Semaine de hausse de taux sur le marché, malgré les interventions des Banques Centrales (BCE et FOMC), avec un Bund qui a touché un plus haut au-dessus des -20bps jeudi. M. Panetta de la BCE a notamment annoncé lundi que l'institution devrait rester accommodante tant que l'inflation est en dessous des 2%. La remontée quasi continue des taux s'est accompagnée de flux acheteurs réguliers sur les pays coeurs. Les investisseurs domestiques se sont tournés vers des maturités plus courtes (dès 7 ans) même si l'OAT 30ans est restée active avec des achats dès les 0.85% et aux portes des 1%. Les spreads France/Allemagne et France/Belgique ont peu évolué (écartement de 1.4bps et 2.7bps sur la semaine). Au 23/04, l'encours des programmes d'achat d'actifs de la BCE a augmenté de 32 Mds€. Ce dernier inclut notamment les achats suivants: 1,5 Mds€ pour le CSPP (*Programme d'achat d'obligations émises par les entreprises*), 8,1 Mds€ pour le PSPP (*Programme d'achat de titres de secteur public*) et 22,3 Mds€ dans le cadre du PEPP (*Programme d'achat d'urgence pandémique*). Sur les périphériques, une pression visible dès le début de semaine et plus particulièrement sur l'Italie dans l'attente d'une syndication qui s'est matérialisée par une double tranche 5 et 30 ans USD. Après des ventes sur la France la semaine dernière, les comptes asiatiques ont été vendeurs sur l'Espagne 10 ans et dans une moindre mesure sur l'Italie. Les indices synthétiques sur le crédit sont restés pratiquement inchangés cette semaine, avec un mouvement de resserrement néanmoins sur la catégorie haut rendement. Sur le marché primaire, les volumes ont reflué à 5.8 Mds€ contre plus de 12 Mds la semaine précédente. Les émetteurs haut rendement ont représenté 41% des volumes. Les investisseurs étaient au rendez-vous, avec une sursouscription moyenne de 3.3x. Les opérations de Rexel et de ZF Finance qui offraient un rendement de 2% ont suscité l'engouement des investisseurs avec un taux de couverture moyen de 5.8x.

### Focus : Les opérations de prise en pension avec la FED sur le marché monétaire américain.

Les opérations de prises en pension au jour le jour consistent, pour les acteurs de marché éligibles, à apporter leurs liquidités à la Réserve Fédérale contre des titres. Le taux appliqué à cette facilité est l'un des taux administrés par la Fed appelé le « ON RRP » (Overnight Reverse Repo) et actuellement fixé à 0%. La banque centrale utilise cet outil pour éviter que le taux effectif des Fed Funds (« EFFR ») ne sorte de la fourchette de taux directeurs [0-0,25] décidé en mars 2020. Depuis fin février, le recours à ce type d'opération a été significatif. Plus particulièrement, la semaine dernière, nous observons une demande accrue avec cinq séances consécutives de hausse dont un maximum à 183,2 Mds\$, niveau le plus haut depuis un an.

Cet afflux résulte de quantités très importantes de liquidités cherchant à être placées sur les marchés monétaires garantis ou non garantis. Nous avons évoqué les raisons structurelles de cette abondance dans une précédente note qui sont pour rappel : la croissance du bilan de la Fed via la reprise des achats d'actifs depuis le début de la crise sanitaire, la baisse du « Treasury General Account » (« TGA ») mobilisé pour financer les dépenses de l'Etat et la reconstitution des réserves excédentaires des banques.

Par ailleurs, des éléments conjoncturels ont également favorisé l'attrait pour ces opérations de prise en pension. Premièrement, le Trésor a décidé de réduire ses émissions sur les Bons du Trésor au profit des maturités plus longues. Cet effet rareté sur les papiers courts explique le report vers le repo, celui-ci étant le substitut naturel des Bons du Trésor sur le marché monétaire. Deuxièmement, les établissements de prêts hypothécaires ont perçu leurs paiements en début de mois puis les ont transféré aux entreprises financées par le gouvernement (GSE). Ces dernières ont à leur tour investi ces liquidités sur le marché du repo au cours de la deuxième quinzaine d'avril.



## Actions Europe : le regard du gérant

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) consolident de nouveau (-0,5%) dans un contexte de recul du PIB de -0,6% pour la Zone Euro au titre du 1<sup>er</sup> trimestre après -0,7% au trimestre précédent et de publications de résultats des entreprises. Le secteur de la finance (+3,5%) est le plus recherché par les investisseurs. Ils saluent une plus faible charge de coût du risque tandis que les services aux collectivités (-2,8%) reculent, affectés par la hausse des rendements obligataires. Sur le plan des titres, Deutsche Bank arrive en tête de classement avec une progression de 18,1% dévoilant son meilleur trimestre depuis 2015. Par ailleurs, le fabricant d'ascenseur finlandais Kone plonge de plus de 10%, après la communication d'un carnet de commande décevant et cite des hausses sensibles de prix sur les matières premières telles que l'acier et le cuivre. En termes géographiques, l'indice espagnol domine avec une progression de 2,3% fort de son ancrage sur les valeurs financières. En fin de tableau, l'indice allemand abandonne 1,5% en raison de ses expositions automobiles alors que la pénurie sur les semi-conducteurs devrait être plus prononcée qu'escomptée. Enfin, depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap confirme son avance (+14,1%) devant le MSCI EMU (+10,7%) ou le MSCI Europe (+9,5%).

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Comme nous le relatons depuis plusieurs semaines, les marchés financiers connaissent une activité dynamique tant sur le plan des performances que des levées de capitaux.

Depuis de l'année, près de 900 sociétés se sont introduites en bourse en levant 230 milliards de dollars, au niveau mondial, établissant un nouveau record dépassant le millésime 2000 avec 592 émetteurs pour 80 milliards de dollars. Ainsi, à l'aune de ces quatre premiers mois de l'année, on peut déjà affirmer que le cru 2021 sera meilleur que 21 exercices des 26 dernières années.

On note que cette vigueur repose essentiellement sur la frénésie des véhicules d'investissements destinés à acquérir des sociétés opérationnelles dits « SPAC », représentant la moitié des montants levés auprès des investisseurs.

A ce propos, les régulateurs envisagent de renforcer les exigences pour constituer ce type de véhicule, également assimilé à une « coquille vide » d'investissement, en raison d'une documentation réglementaire allégée.

Sans surprise, les Etats-Unis concentrent les deux tiers de l'activité de levée de capitaux, suivi par la Chine et Hong-Kong.

Si ces levées de capitaux sont facilitées par l'enthousiasme qui entoure les annonces de plans de relance, l'engorgement menace. Et les investisseurs demeurent prêts à sanctionner les dossiers mal constitués à l'image du fiasco de la cotation Deliveroo au R-U qui s'est soldée par une baisse de 30%.



## Le regard de l'analyste

**Sept pays européens (dont la France) veulent interdire le soutien public aux projets liés aux énergies fossiles.** Ils lancent la coalition "Export Finance for Future" dans laquelle ils s'engagent à refuser les garanties publiques pour les projets fossiles et à favoriser les projets compatibles avec l'Accord de Paris. **À eux sept, ils représentent 45 % des crédits à l'export pour les projets fossiles des pays de l'OCDE.** Le mécanisme du financement export passe en fait par des garanties publiques. En effet, l'État, au travers de Bpifrance Export en France, garantit le prêt contracté par un acheteur étranger pour acquérir un bien fabriqué dans le pays d'origine.

**Depuis le 1er janvier, les garanties export françaises sont interdites pour les projets d'exploitation de pétrole extra-lourd et d'hydrocarbures non conventionnels. Elles le seront ensuite pour les produits pétroliers en 2025 et en 2035 pour les produits gaziers.** À défaut d'un calendrier contraignant, les États membres de la coalition, qui réunit également le Danemark, l'Espagne, les Pays-Bas et la Suède, s'engageront à cesser le soutien au secteur des énergies fossiles, tout en tenant compte des spécificités de chaque pays et de leur impact sur l'emploi. Ils s'engagent également à soutenir financièrement les projets compatibles avec l'Accord de Paris et à publier l'empreinte carbone complète de leur portefeuille de garanties export publiques à des fins de transparence.

## Actions Internationales : le regard du gérant

### Marché américain :

Aux Etats Unis, le S&P 500 termine la semaine proche de l'équilibre après avoir franchi de nouveaux records historiques à plus de 4200 points. Outre la relative bonne santé de l'économie américaine et les perspectives de relances sociales, les entreprises américaines ont confirmé la solidité de leurs résultats au cours d'une semaine très riche en publications. A leurs habitudes, les géants du numérique ont montré leur capacité à générer de la croissance dans cet environnement. Microsoft, Amazon et Apple, grands bénéficiaires de la crise sanitaire qui a accéléré les ruptures en cours sur les modes de consommation, de production et de distribution, ont encore affiché des résultats en très forte croissance. Les résultats d'Alphabet (maison mère de Google) et Facebook ont pour leur part non seulement profité de la digitalisation de la consommation mais aussi de la reprise du cycle économique notamment dans les loisirs, impliquant un redémarrage de la demande pour la publicité en ligne sur les moteurs de recherche et les réseaux sociaux (effet volume et hausse des tarifs publicitaires). En effet, les annonceurs délaisent de plus en plus les canaux traditionnels (TV et presse) pour se tourner vers les canaux digitaux et notamment les vidéos sur Youtube (Google) ou Watch (Facebook) pour cibler les consommateurs finaux. En dehors des valeurs directement exposées à la publicité (Facebook et Alphabet), et compte tenu des performances spectaculaires des GAFAs en 2020 et depuis le début de l'année, les publications records de ce dernier trimestre, n'ont toutefois pas entraîné de hausse spectaculaire des titres, tant les attentes des investisseurs étaient déjà très élevées.

Cette tendance est d'ailleurs encore plus palpable pour les autres sociétés, aussi bien pour des valeurs technologiques de croissance que pour les valeurs de santé ou les sociétés industrielles. Les exemples ne manquent pas cette semaine de très belles publications de résultats ayant été sanctionnées au simple motif que les prévisions n'étaient pas suffisamment revues à la hausse, à l'image de Service Now (logiciel améliorant les fonctions IT) ou de Cadence Design (logiciel de conception de semi-conducteurs) dans la technologie, de Caterpillar ou Rockwell Automation dans l'industrie et de Thermo Fischer dans la santé. Le secteur de la santé a également souffert des publications décevantes des grands laboratoires pharmaceutiques (Merck et Bristol Myers) et de prévisions de croissance ternes d'un certain nombre d'acteurs des sciences de la vie (risque d'une baisse des résultats en 2022, post effets liés à la crise sanitaire). Lors de ces publications, les investisseurs ont été particulièrement vigilants aux commentaires des dirigeants, notamment sur les éléments liés aux problématiques d'approvisionnement et de production. Les perturbations se multiplient sur la disponibilité de certains composants, entraînant des pressions sur les prix qui s'ajoutent à la hausse des coûts logistiques. Si les problèmes de la filière automobile sont désormais bien connus, ils n'en restent pas moins cruciaux. Ford a donné cette semaine des perspectives sombres pour son prochain trimestre et pour l'année complète. En effet, le manque de disponibilité de semi-conducteurs va entraîner une division par deux de sa production de vé-

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

hicules au second trimestre et généré un manque à gagner de près de 2,5 milliards. Caterpillar a de son côté fait mention d'une vigilance particulière sur la disponibilité de composants électroniques et sur la hausse de certaines matières premières (cuivre, aluminium), et prévoit en conséquence des hausses de prix pour compenser la hausse de ses coûts. Au final, la saison de publication de résultats traduit des performances très élevées en matière de croissance des ventes, avec une très bonne maîtrise des marges. Néanmoins, la performance des quatre premiers mois des marchés financiers intégrait déjà une grande partie de ces bons résultats. Aujourd'hui, les investisseurs s'interrogent sur la soutenabilité de cette performance alors que les perturbations s'accumulent sur les chaînes de production et d'approvisionnement, limitant la capacité à répondre à la demande, tout en risquant d'affecter les marges. Une équation qui laisse pour le moment les investisseurs dans l'expectative sur la direction à venir sur les marchés actions.

## Marchés asiatiques :

Les marchés asiatiques ont connu une évolution contrastée sur la semaine. Du côté des hausses, les marchés Indiens et Thaïlandais sont tirés par les secteurs de l'énergie et des matériaux. Taiwan a profité des bons chiffres macroéconomiques, soutenant les secteurs financiers et la technologie. Du côté des baisses, les marchés Chinois sont toujours sous la pression du gouvernement, qui dit agir pour éviter tout risque de création de bulle financière et qui multiplie les enquêtes et sanctions sur les pratiques oligopolistiques des sociétés d'internet (Tencent, Meituan, JD.Com, Pinduoduo...) et des Fintech (notamment sur l'adéquation de leurs fonds propres), en complément de celles déjà prises à l'encontre d'Alibaba. La baisse du Japon s'explique par la détérioration de la situation sanitaire qui pourrait compromettre la reprise économique, par l'incertitude liée au déroulement des Jeux Olympiques de cet été et des prises de profit réalisées par les investisseurs avant le début de la « Golden Week » (semaine fériée). A noter que la banque centrale Japonaise n'est pas intervenue sur la semaine. Finalement, la baisse de la Corée du Sud est liée aux prises de profits sur le secteur de la technologie.

Après de multiples annonces d'investissements, notamment sur le sol américain pour plusieurs dizaines de milliards de dollars, TSMC a également annoncé vouloir investir pour 2,8 Mds USD en Chine continentale pour produire les puces d'automobiles. De son côté, le champion Coréen, Samsung C&T envisage d'investir 673 mn USD dans la construction d'une centrale solaire au Texas, avec pour objectif de démarrer la production commerciale en décembre 2023. Enfin, et comme nous le soulignons très régulièrement, les tensions sino-américaines restent palpables, en témoigne le renforcement des mesures anti-espionnages au sein des entreprises chinoises (qui vont jusqu'à se traduire par la limitation des déplacements des cadres dans 5 pays : Etats Unis, Royaume Uni, Canada, Australie et la Nouvelle Zélande), et le retour de scientifiques chinois fuyant le sol américain (notamment dans les domaines sensibles comme la recherche médicale, les semi-conducteurs...).



## Le regard de l'analyste

**Les pratiques fiscales sont un élément de notre grille d'analyse interne.** Notre étude ESG d'ALPHABET réalisée dernièrement pointait du doigt l'opacité de l'entreprise sur ces sujets- seul un rapport fiscal concernant l'Australie était mis à disposition des investisseurs. Si la taxe mondiale sur les multinationales était amenée à voir le jour, cela sonnerait le glas définitif pour l'« irlandais » et le « hollandais », les deux mécanismes d'optimisation fiscale les plus décriés d'Europe. Ce taux minimal d'imposition s'appliquerait aux plus grandes sociétés mondiales: la délocalisation de profits dans les paradis fiscaux deviendrait plus complexe, les Etats se mettant d'accord pour récupérer la différence entre l'impôt acquitté à l'étranger par leurs entreprises nationales et l'impôt qu'elles auraient dû acquitter sur leur sol. Le projet de réforme comporte également une répartition des profits entre les pays où ces sociétés ont implanté leurs sièges et ceux où elles ont leurs marchés et y réalisent chiffre d'affaires et bénéfices, ce qui permettrait de fiscaliser les entreprises actives dans de nombreux marchés, sans y avoir de présence physique imposable.

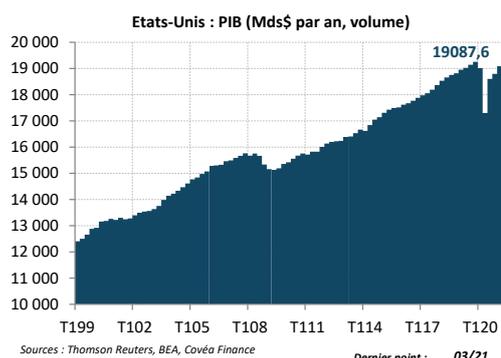
**Les GAFAs sont donc les entreprises qui ont le plus à perdre. On comprend alors pourquoi la France et l'Allemagne soutiennent ce projet avec ferveur**- s'il était adopté en juillet, la taxe française sur les GAFAs (qui avait créé tant de tensions avec l'administration Trump), n'aurait même plus lieu d'être. A l'inverse, les entreprises américaines opérant dans le secteur des infrastructures publiques pourraient en sortir gagnantes. Car si l'administration Biden est un nouvel allié de taille pour les partisans de cette réforme fiscale mondiale, c'est bien parce que celle-ci représente une rente indispensable pour financer son plan d'infrastructures annoncé à 3000 milliards de dollars.

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Le Produit Intérieur Brut américain est en passe de retrouver son niveau d'avant crise »

**L'économie américaine a accéléré son redressement au cours du premier trimestre (T1) 2021, sous l'impulsion d'un soutien budgétaire exceptionnel et de la levée progressive des restrictions sanitaires.** Le PIB enregistre une croissance de 1,6% en glissement trimestriel, après 1,1% au quatrième trimestre 2020. En rythme annuel, le PIB renoue avec la croissance à 0,4% et n'est plus inférieur que de 0,9% à son niveau pré-pandémie de fin 2019. Ainsi, l'économie américaine est sur le point de retrouver son niveau de PIB d'avant crise dès le deuxième trimestre 2021. **Le principal moteur de la croissance au T1 a été la consommation des ménages** qui affiche une hausse de 2,6%. Cette reprise des dépenses, après l'essoufflement constaté en fin d'année dernière, est liée aux soutiens exceptionnels au revenu qui ont été mis en œuvre



sur la période, avec notamment l'envoi direct aux ménages de chèques de 600\$ début janvier et 1400\$ en mars. La dynamique de consommation a été particulièrement forte pour les biens durables qui s'inscrivent en hausse de 9% sur le trimestre, tandis que les biens non durables progressent de 3,4% et les services de 1,1%. Notons qu'en termes annuels, les dépenses en services, qui ont particulièrement subi les effets des mesures de restrictions sanitaires, restent en contraction de 3%, alors que les biens durables affichent une croissance de 26%. Du côté des entreprises, l'investissement non résidentiel est resté soutenu au T1 avec une croissance trimestrielle de 2,4% (après 3,1%) tirée par les équipements et la propriété intellectuelle (+3,9% et +2,4%). Les dépenses en infrastructures demeurent en revanche mal orientées avec un 6<sup>ème</sup> trimestre consécutif de contraction (-1,2%). Dans le résidentiel, le dynamisme de l'investissement de l'année 2020 s'essouffle quelque peu (+2,6% en glissement trimestriel après +8,1%), même si cette

modération reflète vraisemblablement en partie les impacts des intempéries qui ont touché le sud du pays en février. Concernant le commerce extérieur, les flux se sont nettement ralentis sur le trimestre. Les importations n'enregistrent une hausse que de 1,4% après 6,7% au quatrième trimestre 2020, et les exportations se contractent de 0,3%. Les problèmes de congestion et de perturbations des chaînes d'approvisionnement pourraient être des facteurs explicatifs de cette modération. Un phénomène qui est également visible dans le niveau des stocks qui enregistre une nouvelle baisse au cours du trimestre, et pénalise significativement la croissance trimestrielle de ce début d'année (-0,8 point de croissance).

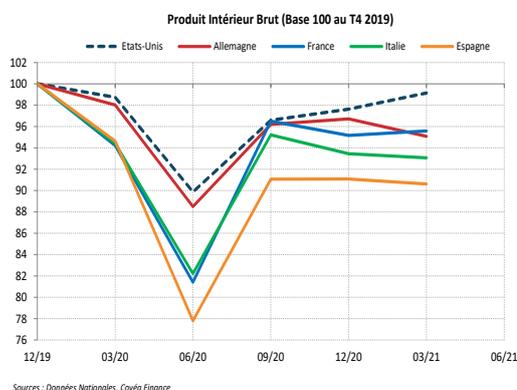
**Le Président Joe Biden a présenté à l'occasion des 100 jours de son mandat le deuxième volet de son plan de relance, après celui de 2250 Mds\$ dédié aux infrastructures dévoilé fin mars (American Jobs Plan). La nouvelle proposition (American Families Plan), axée sur l'éducation et la politique familiale, prévoit 1800 Mds\$ de dépenses supplémentaires sur 10 ans.** Les mesures comprennent de nouvelles dépenses pour la garde d'enfants (225 Mds\$), l'éducation (513 Mds\$) et les congés médicaux et familiaux payés (225 Mds\$), ainsi que la prolongation de certains allègements fiscaux introduits par l'American Rescue Plan début mars (800 Mds\$). **Pour financer ces hausses de dépenses, le Président Biden compte cibler les ménages les plus aisés.** La proposition prévoit d'augmenter l'impôt sur le revenu pour les ménages au revenu annuel supérieur à 400 000\$ dont le taux marginal d'imposition maximal passerait de 37% à 39,6%. La taxe sur les plus-values en capital et dividendes passerait pour les ménages au revenu supérieur à 1 million\$ de 20% à 39,6%. Par ailleurs, sur les 1500 Mds\$ de recettes supplémentaires prévues, 700 Mds\$ proviendraient de l'amélioration de l'efficacité du prélèvement de l'impôt. A cette fin la Maison Blanche compte augmenter de 80 Mds\$ le budget de l'Internal Revenue Service (IRS), l'agence du gouvernement fédéral chargée de la collecte des taxes. Cette estimation de recettes supplémentaires semble pour le moins optimiste : selon une étude du Congressional Budget Office publiée en juillet 2020, une hausse des moyens alloués à l'IRS de 40 Mds\$ sur 10 ans permettrait d'augmenter les rentrées fiscales d'environ 100 Mds\$, soit un gain net de 60 Mds\$. Ce plan a immédiatement été rejeté par les Républicains qui s'opposent à la politique de dépenses massives défendue par les Démocrates. Certains élus démocrates au Sénat ont également émis des réserves sur l'ampleur de la hausse de la fiscalité envisagée, ce qui laisse peu de chance au projet d'aboutir dans son état actuel. **Cumulé au plan de soutien de 1900 Mds\$ voté début mars, le montant total des dépenses supplémentaires envisagées par l'administration Biden atteindrait environ 6000 Mds\$ soit 28% du PIB.** Ces montants inédits viendraient s'ajouter aux plans de soutien votés sous l'administration Trump en 2020 (3400 Mds\$, 16% du PIB). Par ailleurs, Joe Biden a signé cette semaine un décret augmentant le salaire minimum à 15\$ pour les salariés d'entreprises engagés dans un contrat avec l'Etat fédéral, contre 10,95\$ actuellement. Cette mesure entrera progressivement en vigueur à partir du 30 janvier 2022 et pourrait concerner près de 400 000 personnes selon une estimation de l'Economic Policy Institute.

**Du côté de la politique monétaire, le FOMC n'a pas changé la fourchette cible du taux directeur, ni le rythme des achats d'actifs lors de sa réunion d'avril.** Concernant les perspectives, le comité a maintenu que le rythme actuel d'au moins 120 Mds\$ par mois sera conservé tant que des progrès substantiels vers les objectifs d'emploi et d'inflation n'auront pas été réalisés. Le communiqué publié à l'issue de la réunion prend néanmoins acte du renforcement de l'activité économique et de l'emploi en lien avec la vaccination et le soutien budgétaire. Des signes d'amélioration pour les secteurs les plus touchés par la pandémie sont relevés et les risques pesant sur l'économie ne sont plus qualifiés de « considérables » comme dans le communiqué précédent, la mention étant remplacée par « les risques pesant sur les perspectives économiques demeurent ». Malgré les progrès sur le plan économique, Jerome Powell a déclaré clairement lors de la conférence de presse qu'il est encore trop tôt pour discuter d'une réduction des achats d'actifs. Enfin concernant l'inflation, le comité note l'affermissement récent, mais continue de l'attribuer à des facteurs transitoires (effets de base, réouverture, difficultés d'approvisionnement).

# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Une nouvelle récession au premier trimestre 2021 »



**La situation sanitaire a encore lourdement pesé sur l'activité au premier trimestre 2021.** Selon l'estimation préliminaire d'Eurostat, la croissance du PIB corrigée des variations saisonnières a en effet diminué de 0,6% dans la Zone euro par rapport au 4ème trimestre 2020 (-1,8% en glissement annuel). Il s'agit du quatrième trimestre de contraction enregistré sur les cinq derniers trimestres. Au niveau de principales économies européennes, l'**Allemagne** voit son PIB reculer de 1,7% par rapport au trimestre précédent après deux trimestres consécutifs de progression et demeure 5,7% en deçà des niveaux d'avant crise. Sur le trimestre, les mesures sanitaires ont affecté la consommation tandis que les exportations ont soutenu l'activité. Une partie de la faiblesse pourrait être temporaire, en lien avec de mauvaises conditions climatiques et les difficultés d'approvisionnement du secteur manufacturier. En **Italie**, le PIB s'est contracté de 0,4% et, si l'estimation préliminaire n'apporte pas encore de détails, l'institut de statistique italien souligne que la contribution positive de la demande

intérieure a été plus que compensée par un recul de la contribution du solde commercial. Côté production, l'industrie a progressé alors que les services se sont contractés, probablement en lien avec le renforcement des mesures sanitaires en mars. En **Espagne**, la modeste contraction du PIB (-0,5%) s'est généralisée à la consommation (-1%) et à l'investissement (-2,2%) alors que le solde commercial a une contribution positive. L'industrie manufacturière (-2,8%) et la construction (-4,2%) ont baissé alors que les services ont légèrement progressé (+0,2%) grâce à une contribution étonnamment positive de la composante « commerce de détail, transports, hôtellerie et restaurant » malgré la quasi absence de touristes étrangers. Seule la **France** voit son économie croître sur la période grâce au dynamisme de l'investissement et enregistre un gain de 0,4% par rapport au trimestre précédent. Cette résistance peut s'expliquer en partie par des mesures de confinement mises en place de manière plus tardive. Le PIB demeure toutefois inférieur de 4,4% à son niveau du quatrième trimestre 2019.

**Si le premier trimestre a été marqué par recul de la production, les indicateurs de climat des affaires publiés sur la semaine décrivent une forte accélération de l'activité au mois d'avril et ce malgré un contexte sanitaire encore compliqué.** L'indice de sentiment économique de la Commission Européenne enregistre ainsi un gain de 9,4 points en avril pour atteindre 110, un niveau bien supérieur à sa moyenne de long-terme et à son niveau d'avant-crise. Par secteur, l'amélioration du climat des affaires est généralisée. La hausse est particulièrement marquée du côté de l'industrie, où l'indice correspondant atteint un plus haut historique, portée par une nette amélioration des perspectives de production et des carnets de commandes. Le taux d'utilisation des capacités retrouve par ailleurs les niveaux d'avant-crise. Le secteur des services et celui de la distribution enregistrent aussi, malgré les mesures de confinement strict à travers l'Europe, une amélioration sur le mois. Les deux indices correspondant restent toutefois en-deçà des niveaux d'avant crise. Par pays, les gains sont, là aussi, généralisés mais l'Allemagne se démarque positivement, notamment grâce au dynamisme de son industrie. Enfin, l'enquête biannuelle de la Commission sur les intentions d'investissements dans le secteur manufacturier indique une hausse attendue de l'investissement dans le secteur de 7% en 2021. Cette augmentation est toutefois inégalement répartie, avec une baisse attendue en Espagne et une hausse très modeste en Italie.

**Sur le front de l'emploi, le taux de chômage baisse légèrement à 8,1% en Zone euro en mars (-0,1 pt par rapport à février) en dépit des mauvaises performances économiques.** Cette donnée reste néanmoins fortement affectée par les mesures de soutien à l'emploi et l'évolution de l'inactivité. Ce recul s'est observé en France (7,9%), en Italie (15,3%) et en Espagne (10,1%) alors que le taux allemand reste stable (4,5%).

**Du côté des prix, l'inflation accélère en Zone euro au mois de mars et atteint 1,6% (contre 1,3% le mois précédent).** Cette hausse apparaît principalement attribuable à l'augmentation des prix du baril de pétrole, avec une composante énergie qui enregistre une progression annuelle de 10,3%. L'inflation sous-jacente recule légèrement pour atteindre 0,8% (contre 0,9% le mois précédent). Les données d'inflation restent marquées par la difficulté à collecter des données et les effets des mesures de confinement, qui entraînent plus de saisonnalité.

**La dynamique du crédit au secteur privé confirme son ralentissement sur le premier trimestre 2021.** La croissance des prêts bancaires au secteur privé a en effet décéléré à 3,6% en mars (glissement annuel), après 4,4% en janvier et février. Si cette tendance traduit un certain essoufflement par rapport à la forte dynamique de 2020, elle reflète également un effet de base moins favorable en mars, en lien avec la forte progression des prêts bancaires qu'avait provoqué le début de la crise pandémique et les mesures de soutiens associées. Ce phénomène s'observe en particulier au niveau des entreprises où la croissance des prêts chute à 4,6% (contre 6,3% en février) alors qu'on observe une légère accélération des prêts aux ménages à 3,8% (contre 3,3% en février) grâce notamment au dynamisme des prêts immobiliers. Ces chiffres semblent aussi corroborer les résultats de l'enquête de la BCE sur les prêts bancaires sur le premier trimestre 2021, qui rapportent notamment une baisse de la demande de prêts (surtout à des fins d'investissement) et un certain durcissement des conditions d'octroi de prêts (à l'exception des prêts immobiliers) qui devrait se poursuivre au prochain trimestre. Sur le plan géographique, le crédit au secteur privé qui reste très dynamique en France (malgré un fort ralentissement) et, dans une moindre mesure en Allemagne, alors que l'Espagne et surtout l'Italie enregistrent des progressions moins marquées. Dans ce contexte, la croissance de la masse monétaire se maintient à des niveaux élevés malgré un ralentissement de l'agrégat M3 (10,1%) qui reste principalement tiré par la croissance de M1 (13,6%).

# Suivi Macroéconomique

**L'UE publiera cette semaine un projet de loi visant à défendre le marché unique contre la concurrence jugée non équitable des entreprises étrangères subventionnées.** A l'heure actuelle, la réglementation sur les aides d'Etat ne concerne en effet que les entreprises issues des Etats membres de l'UE alors que les entreprises étrangères n'y sont pas soumises. Selon des éléments parus dans la presse, cette législation permettrait à la Commission européenne d'intervenir sur les opérations de rachats d'entreprises ou d'appels d'offres de marchés publics de l'UE lorsqu'elles sont liées à des aides d'Etats (subventions, prêts bonifiés ou encore garanties publiques) provenant de l'extérieur de l'UE. Les opérations de grandes ampleurs (rachats d'entreprises d'au moins 500 millions € ou marchés publics d'au moins 250 millions €) qui seraient plus susceptibles d'impliquer des distorsions devront systématiquement être notifiées à l'avance à la Commission. Cette dernière pourrait en outre effectuer des demandes d'informations détaillées dans le cadre de ses enquêtes auxquelles les entreprises seront tenues de se soumettre sous peine de sanctions financières. S'il est avéré qu'une aide d'Etat a entraîné une distorsion de marché, alors des mesures correctives pourraient être appliquées par la Commission, tels que l'interdiction de mener certaines opérations ou encore des sanctions financières. Toutefois, cette législation devra encore être approuvée par le Conseil de l'UE et le Parlement, ce qui pourrait prendre plusieurs années. Ces mesures, qui semblent surtout viser la Chine, pourraient alimenter la montée structurelle des tensions géopolitiques que nous documentons dans nos perspectives économiques et financières. En outre, en cherchant des solutions unilatérales pour se protéger des aides d'Etat étrangères, l'UE prend acte de l'échec des mécanismes multilatéraux de l'OMC prévus à cet effet.

## Asie

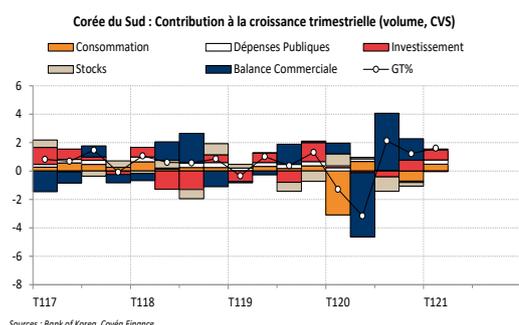
« La Banque du Japon ne prévoit pas d'atteindre sa cible d'inflation à horizon 2023 »

**Comme attendu, la Banque du Japon (BOJ) a laissé son taux d'intérêt directeur inchangé à -0,1% lors de sa réunion de politique monétaire du 26-27 avril.** Le cadre de la politique monétaire demeure également identique aux nouvelles orientations définies lors de la revue de politique monétaire du mois de mars. La BOJ a également à mis à jour ses perspectives économiques ; pour l'année fiscale 2020 s'achevant le 31 mars 2021, la banque centrale anticipe désormais une croissance de -4,9%, une révision à la hausse substantielle par rapport à ses prévisions du mois de janvier (-5,6%), suggérant que l'impact économique des mesures de restriction de déplacement de début d'année a été moins négatif qu'initialement anticipé, avec notamment une relative résistance de la consommation des ménages. Pour l'année fiscale 2021, la BOJ anticipe un rebond de la croissance à +4,0%, une très légère révision à la hausse par rapport à sa prévision de janvier (+3,9%). Le sens de cette révision peut surprendre, étant donné l'imposition d'un nouvel état d'urgence relativement strict à partir du 26 avril ; elle s'explique avant tout par un effet d'acquis de croissance, étant donné que la croissance serait supérieure aux attentes lors de l'année précédente, ainsi que par le rebond plus rapide que prévu de l'économie mondiale, soutenue par la relance américaine. Sur le plan de l'inflation, la banque centrale anticipe une croissance des prix à la consommation de seulement +0,1% à la baisse pour l'année fiscale 2021, une révision à la baisse (-0,4 pt) due principalement aux nouvelles mesures gouvernementales réduisant le prix des forfaits téléphoniques qui doivent entrer en vigueur en avril. **La BOJ fournit également pour la première fois une prévision d'inflation pour l'année 2023, avec une croissance des prix à la consommation qui s'établirait à seulement +1,0%**, un rythme toujours nettement inférieur à la cible de la banque centrale, en dépit du rebond attendu de la croissance et de l'inflation au niveau mondial lors des années à venir. La BOJ n'anticipe donc pas d'être en mesure d'atteindre sa cible avant la fin du mandat de Kuroda en 2023, suggérant également le maintien d'une politique monétaire fortement accommodante à cet horizon, faute d'une hausse visible des prix et en cohérence avec la revue de politique monétaire de mars, qui visait notamment à ajuster la politique monétaire actuelle de la BOJ pour la rendre plus soutenable sur le long terme.

Toujours au Japon, **la production industrielle pour le mois de mars a fait preuve d'un dynamisme inattendu, progressant de +2,2% en variation mensuelle**, après -1,3% en février. De façon surprenante, la production automobile a enregistré une forte croissance en mars (+7,5%), en dépit de la pénurie de semi-conducteurs et d'un tremblement de terres en février qui a suspendu la production de plusieurs usines d'équipements automobiles. Les enquêtes auprès des industriels publiées de façon simultanée font état de prévisions particulièrement optimistes pour la production industrielle du mois d'avril (+8,4%), à l'exception du secteur automobile (-4,9%) qui serait pénalisé par la pénurie de semi-conducteurs, exacerbée par l'incendie de l'usine Renesas. **Les ventes au détail continuent également de progresser en mars, avec +1,2% en variation mensuelle**, après +3,1% en février. Cette hausse est cohérente avec un reflux du nombre de cas en mars et avec des indicateurs de mobilité se rapprochant du niveau pré-pandémie ; elle concerne notamment les ventes de vêtements (+13,2%). **Le taux de chômage est quant à lui en baisse au mois de mars, s'établissant à 2,6% après 2,9% en février.** Cette amélioration apparente est toutefois uniquement le fait d'un moindre nombre de personnes en recherche d'emploi, tandis que le nombre de personnes

en situation d'emploi est même en légère baisse en mars (-0,2% en variation mensuelle), du fait d'un recul dans les secteurs non-manufacturiers. Enfin, **la confiance des consommateurs enregistre un léger recul au mois d'avril (-1,4 pt)**, après une hausse en mars (+2,2 pt). Cette dégradation, antérieure à l'imposition du nouvel état d'urgence, est toutefois cohérente avec la forte hausse du nombre de cas de Covid-19 au mois d'avril.

**En Corée, la croissance du PIB du 1<sup>er</sup> trimestre s'établit à +1,6% en variation trimestrielle, en accélération après +1,2% au 4<sup>ème</sup> trimestre 2020.** Les chiffres de croissance bénéficient notamment d'une forte hausse de l'investissement en équipements productifs (+6,6%), reflétant le dynamisme de l'industrie électronique. Au-delà du seul investissement, l'ensemble des principaux postes de la demande sont en progression, avec



# Suivi Macroéconomique

notamment une reprise notable de la consommation privée, qui progresse de +1,1%, après une contraction de -1,5% au 4<sup>ème</sup> trimestre, en rebond après une fin d'année 2020 pénalisée par la reprise de l'épidémie dans le pays. La consommation publique est également dynamique (+1,7%), en lien avec un budget 2021 expansionniste dont 72% des dépenses seront effectuées lors de la première moitié de l'année. Côté production, l'industrie manufacturière (+2,8%) reste plus dynamique que les services (+0,8%) au 1<sup>re</sup> trimestre, mais les deux sont néanmoins en expansion, signe d'une reprise plus équilibrée que lors de la seconde moitié de l'année 2020, durant laquelle le rebond de l'économie a été permis avant tout par l'investissement et les exportations. Cette croissance dynamique permet au PIB de la Corée de retrouver son niveau d'avant crise au 1<sup>er</sup> trimestre.

**En Chine, l'indice PMI officiel pour le mois d'avril est en recul dans le secteur manufacturier, s'établissant à 51,1 pt après 51,9 pt en mars.** Cette baisse modeste recouvre à la fois la production, les nouvelles commandes et les commandes à l'exportation. **L'indice PMI est également en recul dans le secteur non-manufacturier, avec 54,9 pt en avril, après 56,3 pt en mars.** Le recul du PMI du mois d'avril s'apparente toutefois davantage à une normalisation après un rebond particulièrement fort en mars du fait d'un impact moindre du Nouvel an lunaire sur l'activité ; le NBS souligne ainsi que l'indice demeure légèrement supérieur à son niveau d'avril 2019 et 2020, suggérant une convergence de l'activité vers son rythme tendanciel. Les enquêtes font par ailleurs toujours part de fortes contraintes d'offres, en lien avec la pénurie de semi-conducteurs et avec des difficultés logistiques liées aux tensions sur les chaînes d'approvisionnement. Dans les services, on peut noter la poursuite d'une reprise rapide dans les secteurs les plus exposés aux restrictions sanitaires, avec notamment une forte surperformance des sous-indices pour l'hôtellerie et le transport.

# 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	-4,8	1,0				
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	-3,5	-1,0	-2,1	8,5				
	Créations / Destructures nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	-306	233	468	916				
	Exportations (volume, CVS, GA%)	-0,8	0,0	-8,0					
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	5,5	5,2	5,2	4,2				
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,4	1,4	1,7	2,6				
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, M ds €)	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	95,8	99,8	104,2	103,5		
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	1,9	-5,2	-3,0	5,4			
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	6,8	1,3	5,8				
	France	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-3,0	-1,9	-2,1				
		Banque de France - Climat des affaires (indice)	98,1	98,5	100,6	104,9			
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	-16,6	-13,8	-12,5	-3,1	2,8		
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	3,9	-0,2	0,0	18,7			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-3,2	-0,2	-6,6				
	Italie	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-6,1	-1,1	-8,8				
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-1,2	-2,5	-1,0				
		PMI Manufacturier (Indice)	52,8	55,1	56,9	59,8	60,7		
	Espagne	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-3,7	-1,7	-2,3				
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-1,5	-2,3	-2,1				
		PMI Manufacturier (Indice)	51,0	49,3	52,9	56,9	57,7		
	Royaume-Uni	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-2,0	-6,7	0,0				
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-2,3	-4,3	-3,5				
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	3,1	-5,9	-3,6	7,1			
	Asie	Japon	Inflation (prix à la consommation, GA%)	0,6	0,7	0,4	0,7		
			Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	0,5	-5,9	-4,5			
			Exportations (valeur, CVS, GA%)	0,9	7,9	-0,7	13,6		
		Chine	Salaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	-3,0	-1,3	-0,4			
Production industrielle (volume, NCVS, GA%)			7,3		35,1	14,1			
Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)			3,2		108,4	68,1			
Autres émergents	Brésil	Importations (valeur, NCVS, GA%)	6,8	26,9	17,4	38,1			
		Production industrielle (volume, CVS, GA%)	5,5	4,8	2,8				
	Russie	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	4,5	4,6	5,2	6,1			
		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	-1,3	-1,9	-3,2	1,1			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	4,9	5,2	5,7	5,8			

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	30/04/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 11/03/21 (% ou pbs)*
<b>Marchés obligataires</b>	Taux directeurs (%)	Fed	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		BOJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	0,50	0,50	0,50	0,00	0,00
		Brésil	2,00	2,00	2,75	0,75	0,75
		Russie	4,25	4,25	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	1,63	0,71	0,09
		France OAT	-0,34	-0,09	0,16	0,49	0,25
		Allemagne	-0,57	-0,33	-0,20	0,37	0,13
		Italie	0,54	0,60	0,90	0,36	0,30
		Royaume-Uni	0,20	0,74	0,84	0,65	0,11
		Japon	0,02	0,10	0,10	0,08	0,00
		Corée du Sud	1,73	2,02	2,13	0,40	0,11
		Brésil	3,22	4,16	4,00	0,78	-0,16
Russie	6,01	6,77	7,02	1,01	0,25		
Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,6	242,4	-0,74	-0,11	
<b>Marchés des changes</b>	Contre euro (1 € =...devises)	Dollar	1,22	1,20	1,20	-1,6	0,3
		Sterling	0,89	0,86	0,87	-2,6	1,6
		Yen	126,2	130,1	131,4	4,1	1,0
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1136	1112	1,9	-2,1
		Real brésilien	5,2	5,5	5,4	4,6	-1,8
		Rouble	74,0	73,3	75,2	1,6	2,6
		Roupie indienne	73,1	72,9	74,1	1,4	1,6
		Yuan	6,5	6,5	6,5	-0,8	-0,5
<b>Marchés actions</b>	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	3939	4181	11,3	6,1
		Japon - Nikkei 300	382	403	397	3,9	-1,5
		France - CAC 40	5551	6034	6269	12,9	3,9
		Allemagne - DAX	5954	6284	6466	8,6	2,9
		Zone euro - MSCI EMU	128	137	142	10,7	3,4
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	6737	6970	7,9	3,5
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3014	3148	11,6	4,5
		Brésil - Bovespa	119409	114984	118894	-0,4	3,4
		Russie - MICEX	3275	3509	3544	8,2	1,0
		Inde - SENSEX	47751	51280	48782	2,2	-4,9
		Chine - Shangāi	3473	3358	3447	-0,8	2,7
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28908	28725	5,5	-0,6
		MSCI - BRIC	1296	1367	1320	1,9	-3,4
	Euro	S&P (€)				13,1	5,8
		Nikkei 300 (€)				-0,2	-2,5
		FTSE 100 (€)				10,8	1,9
<b>Matières premières</b>	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	555	740	52,9	33,3
		Indice CRB**	444	499	532	19,9	6,7
	Energétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	70	67	29,8	-3,4
	Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1895	1723	1768	-6,7	2,6
		Prix de la tonne de cuivre	7766	9058	9825	26,5	8,5

\*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 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.