

Perspectives Économiques et Financières

Perspectives

Novembre 2021

Introduction

L'année 2021 s'achève. Une deuxième année marquée par de multiples vagues épidémiques à travers le monde et ses nombreux confinements associés, plus ou moins sévères selon les pays. Une deuxième année marquée par l'émergence d'interrogations, de questionnements sur la mondialisation et la montée en puissance de sa contestation, sur fond de conflit de plus en plus dur entre deux puissances à visée impérialiste, l'une fatiguée, les États-Unis, l'autre habitée par son histoire multimillénaire, la Chine.

Nous avons placé l'année 2020 sous le sceau de la révélation et de la dépression.

Révélation des effets de la désindustrialisation massive dans les pays occidentaux en matière de souveraineté et de dépendance, en particulier à la Chine, mais plus largement à l'Asie. Révélation que le centre du monde s'est déplacé de l'Atlantique sur le Pacifique, un thème que nous avons largement développé et qui constitue un des éléments de notre toile de fond depuis des années. La dépression redoutée dès 2020 n'a pas eu lieu ou pas encore. Mais à quel prix ?

Les divergences, de toutes natures, semblent caractériser l'année 2021: divergences entre continents, entre pays et parfois à l'intérieur d'un espace économique partagé comme l'Union européenne. Cette année a aussi été marquée par la volonté des pays occidentaux de mettre à profit la crise sanitaire, bien plus longue qu'anticipée, pour promouvoir un changement de modèle et tourner le dos aux énergies fossiles au profit d'énergies renouvelables ou bas carbone. Ces derniers entendent ainsi mettre fin à la domination du pétrole et décarboner leurs économies au profit d'un développement économique plus harmonieux, plus durable car plus économe en ressources rares, en ressources polluantes, ressources à l'origine du réchauffement anthropique de la planète, dogme que nous nous gardons bien de discuter. Ils entendent bien aussi tirer parti des largesses de l'endettement public que semble autoriser une situation sanitaire exceptionnelle et plus encore de celles de leurs banques centrales pour organiser cette transformation de leur modèle de développement.

Le choc de cette crise sanitaire, qui semble sans fin, a le mérite de permettre aux voix hostiles à la vision court-termiste des pays occidentaux mais aussi de leurs entreprises d'être davantage entendues notamment sur ce sur quoi repose la croissance à long terme et la promesse de progrès économique et social qu'on y attache, à savoir la santé (et donc l'espérance de vie) et l'éducation donc le capital humain. Le choc de la crise sanitaire rappelle l'importance d'investir « dans le capital humain ».

Notre rôle chez Covéa Finance reste et doit rester de décrypter l'environnement géoéconomique et géopolitique des entreprises dans lesquelles nous investissons pour le compte de nos clients, des entreprises que nous accompagnons en participant à leur actionnariat et à leur dette.

2021, un chemin d'analyse au service de notre cœur de métier

Dans la continuité de 2020, l'année 2021 découvre que non seulement sans l'Asie, il n'y a pas de Doliprane ou de masques, mais découvre aussi que sans la Chine, il n'y a pas de transport de marchandises possible (96% des containers sont fabriqués en Chine). Ainsi, nous avons consacré nos analyses de début d'année aux évolutions structurelles auxquelles l'économie mondiale se trouve soumise et leurs impacts sur les acteurs des marchés financiers. Dans ce contexte, nous avons procédé à des analyses comparées des plans d'accompagnement des grands pays en réponse à la crise sanitaire. Nous avons ainsi pu mesurer l'ampleur du désir de changement de modèle de croissance en faveur d'un développement plus durable, plus respectueux de la planète, plus économe en énergies et en ressources rares. De plus, nous avons voulu identifier les grands gagnants et les grands perdants des transformations souvent imposées par les politiques.

Nous avons également voulu mesurer l'impact sur les stratégies des entreprises et repérer les gagnantes de demain. Nous avons donc poursuivi notre travail de recherche en nous focalisant sur deux secteurs emblématiques de la transformation, l'énergie et le secteur automobile¹. Ce travail est venu nourrir nos analyses présentées en juin dernier. Il nous a permis d'évaluer les évolutions en cours, les choix faits par de grandes multinationales et les risques à la clé mais aussi d'identifier des valeurs de qualité et de renforcer la diversification de nos portefeuilles et leur résistance sur des marchés financiers qui nous apparaissaient déjà surévalués avec des cours de bourse s'envolant sous les effets d'un afflux de demande nourrie par des politiques monétaires non orthodoxes.

Avant de développer nos dernières Perspectives Economiques et Financières de l'année, il convient de faire un rapide tour d'horizon de la situation dans le reste du Monde, notamment à travers la relation Chine-Etats-Unis.

Aux Etats-Unis, le nouveau président Joe Biden a entamé un bras de fer avec les Républicains sur son plan budgétaire post-covid (qui devrait pour partie s'étaler sur dix ans) et dont le montant devait s'élever à 3 500 milliards de dollars. Ce plan pourrait bien ne pas voir le jour et être ramené à un plan s'élevant à 1500 milliards de dollars.

Les relations conflictuelles avec la Chine sont loin de s'apaiser. Elles devraient même se durcir d'ici quelques mois. La liste publiée par l'administration américaine d'entreprises chinoises faisant l'objet d'une interdiction d'investissement par des entités américaines n'a cessé de s'allonger : 35 entreprises chinoises fin 2020, 59 en novembre 2021. La répression du gouvernement chinois qui s'exerce sur les grands groupes chinois et leurs dirigeants ne connaît aucun répit.

Divergences des gagnants, des perdants, des survivants, mais aussi résistances, opportunités, futur, autant de mots venus nourrir notre réflexion en cette quasi fin d'année.

L'analyse de trois grands pays de l'Union européenne : Grande-Bretagne, Allemagne et France.

Nous avons ainsi consacré nos dernières Perspectives Economique et Financières 2021 à l'analyse comparée de trois grands pays de l'Union européenne. Nous nous sommes concentrés sur cette zone pour au moins trois raisons :

- Un plan européen de faible envergure au regard de ce que l'administration « Biden » ambitionne de réaliser aux Etats-Unis.
- Une zone particulièrement orientée sur la transition écologique.
- Une zone économiquement encore puissante mais traversée par des dissensions qui sont autant politiques qu'économiques.

¹Pour rappel, en 2020, nous avons analysé 2 secteurs : le secteur bancaire et le secteur pétrolier.

Nous avons choisi la Grande-Bretagne, l'Allemagne et la France, les trois plus gros contributeurs au PIB européen. On ajoutera d'autres arguments à ce choix :

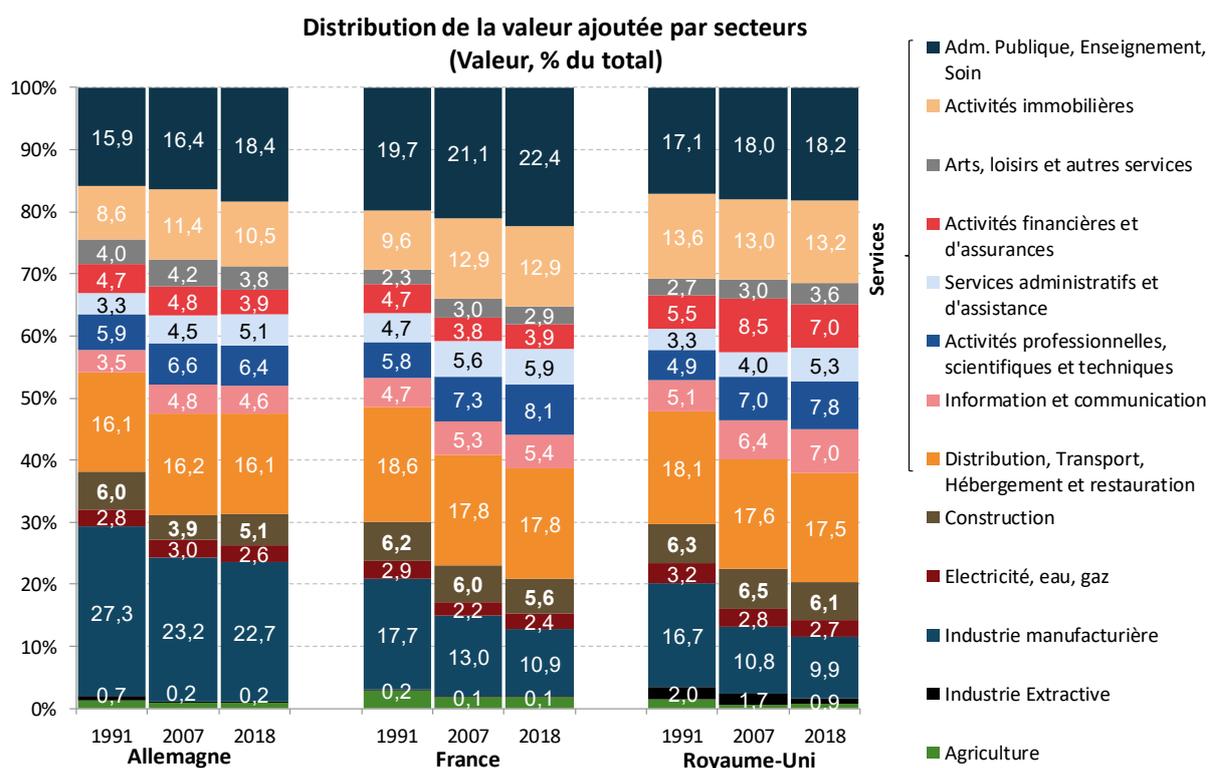
- La Grande-Bretagne a quitté l'Union européenne, a-t-elle fait le bon choix ?
- L'Allemagne qui après le virement énergétique de 2011 est en train de prendre un nouveau virage économique avec l'accélération des transformations du secteur automobile, l'Allemagne à qui tout semble réussir, malgré un taux de croissance modérée et un secteur bancaire considéré comme fragile en raison de sa faible rentabilité.
- La France, toujours à la recherche du meilleur modèle à suivre : l'anglo-saxon, le Rhénan ? La France qui espère retrouver sa place de grande puissance par l'Europe, la recherche et le dynamisme de ses « start-up ».

Pour en revenir au thème de la divergence évoqué plus haut, nous avons aussi constaté des divergences dans les réponses économiques apportées. L'Union européenne n'échappe pas ainsi à la divergence : divergences des modèles, divergences des réponses aux crises, divergences tout simplement de convictions et de certitudes qui vont se refléter dans la structure du tissu économique et qui ont abouti à la réduction de l'Union européenne avec la sortie de la Grande-Bretagne, une des plaques tournantes de la finance internationale.

Etrange situation alors que cette dernière est à l'origine de bien des dispositions réglementaires de ladite Union.

L'évolution des trois pays étudiés conduit donc à des modèles économiques différents résultant de choix divergents au fil des décennies, associés à des spécialisations sectorielles différentes.

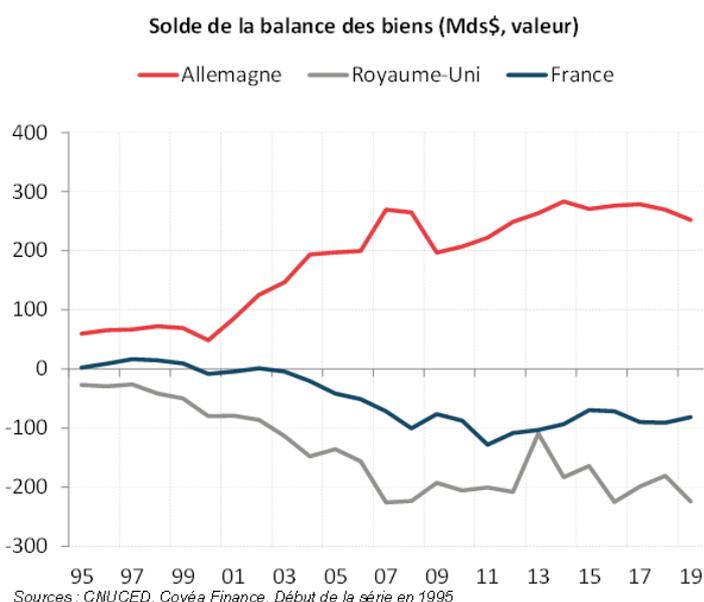
La Grande-Bretagne et la France ont opté pour les services quand l'Allemagne prenait l'option de garder un socle industriel conséquent : en 2018, l'industrie manufacturière représente 27% de la valeur ajoutée en Allemagne, contre seulement 11% en France, et 10% au Royaume-Uni. Derrière les choix de ces deux pays, une conviction, celle de conserver la plus forte valeur ajoutée, souvent considérée comme étant en aval de la chaîne dans les pays occidentaux.



Des convictions qui ont donné lieu à des mouvements massifs d'externalisation de services avec l'argument de se recentrer sur le cœur de métier et à des délocalisations d'unités de production vers des pays à bas coûts, en particulier pour le bas coût du travail. En réalité, il s'agissait probablement d'une conviction que l'externalisation apportait de la flexibilité à l'entreprise dans un monde de plus en plus ouvert, et donc soumis à une concurrence de plus en plus intense et de plus en plus féroce, un sentiment d'urgence face à la baisse tendancielle des marges des entreprises qui mine la croissance des pays en question au cours des décennies précédant la vague de mondialisation du début des années 90.

Ces choix sont aussi liés à l'histoire et à la géographie de ces trois pays. Il faut se rappeler qu'il y a près de trente ans l'Allemagne de l'Ouest et l'Allemagne de l'Est se sont réunifiées après plus de 40 ans d'histoire et d'idéologies radicalement opposées. Une réunification qui fut en réalité l'absorption de l'une par l'autre. Cette réunification s'est faite au prix fort pour les Allemands de l'Ouest avec 1DM = 1OM.

Cependant, quelle que soit l'histoire de ces trois pays, leurs choix sectoriels et donc géoéconomiques se sont inscrits dans un mouvement généralisé de sortie des secteurs à forte intensité de main d'œuvre. Ce que nos deux champions du choix tous services n'ont pas vu, ce sont les impacts sur les échanges et donc sur les balances commerciales et *in fine* sur les balances de paiement et plus largement sur le niveau des revenus, l'aménagement du territoire et les compétences.

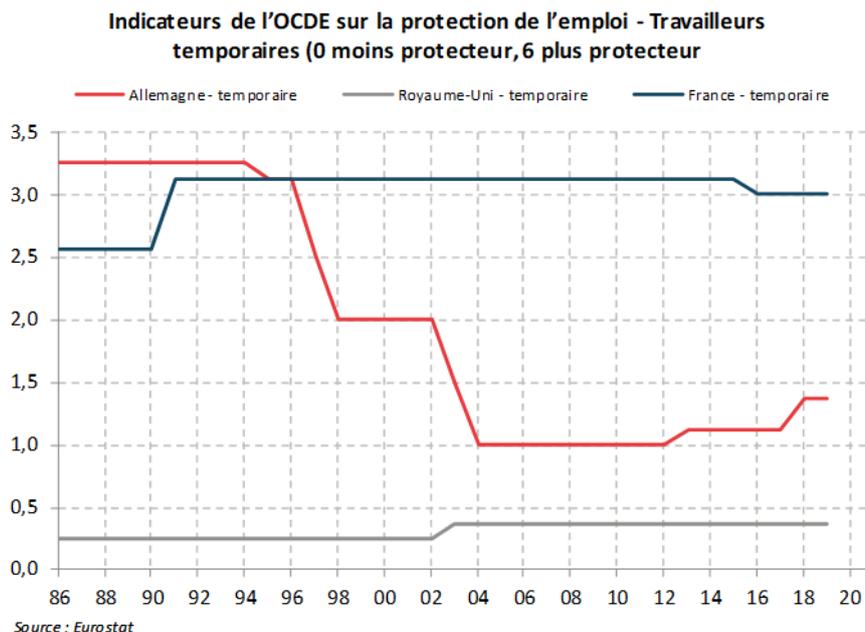


Aujourd'hui, Grande-Bretagne et France ont besoin de lever des capitaux étrangers pour résorber leur déficit commercial. Les choix opérés ont eu des conséquences sur le modèle social européen assez protecteur.

Réussir la métamorphose de la structure des trois pays passait nécessairement par un affaiblissement de la protection sociale des populations, un passage obligé pour davantage de flexibilité. Une flexibilité exigée et nécessaire dans un monde ouvert, où la concurrence balaie toute considération sociale, où seuls dominent prix, fiscalité, rentabilité et profits.

La Grande-Bretagne va considérablement accroître la flexibilité du monde du travail avec l'arrivée de Margaret Thatcher à la toute fin des années 70.

Les Allemands doivent attendre le début des années 2000 et le sabotage politique du SPD conduit par Gerhard Schröder.



Les Français tenteront d'adapter le modèle français sans y parvenir. Est-ce à cause de la spécialisation historique de la France, jugée souvent plutôt moyenne gamme, exposée frontalement à la concurrence des pays à bas coût ? Une protection sociale en particulier trop importante, trop coûteuse qui pèse à la fois sur l'insuffisante flexibilité du travail et sur la population active productive. Les jeunes arrivent tard dans le monde du travail et les seniors en sortent tôt comparativement aux autres pays.

Néanmoins, ce qui est le plus frappant à la suite à notre analyse, c'est la supériorité allemande portée par une vraie logique de filières intégrées.

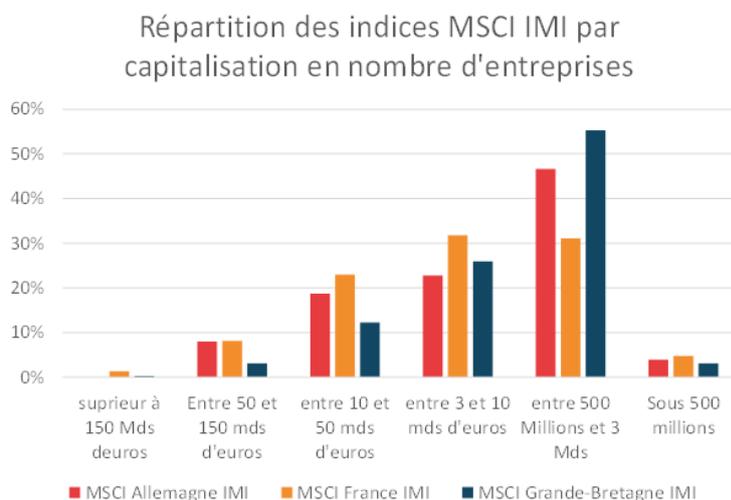
La Mondialisation, telle qu'elle s'est construite grâce à l'effondrement de l'URSS et ses conséquences sur l'organisation du monde, touche à sa fin.

Structure des économies et structure des marchés

La structure des marchés financiers de nos trois pays reflète en grande partie les disparités macro évoquées ci-dessus.

L'ouverture à l'international et le poids de la Finance avec Londres, plaque tournante financière, se traduit par une cote boursière britannique profonde, avec 352 valeurs cotées contre 176 en Allemagne et 148 pour la France si l'on regarde l'indice MSCI le plus large de ces trois pays.

L'Allemagne n'a certes pas de méga capitalisation supérieure à 150 milliards d'euros mais sa cote est le reflet à la fois de sa puissance manufacturière et de la densité de son réseau de grosses PME, liée à un financement local très présent et assumé. Elle se traduit par une irrigation territoriale puissante avec son avantage indéniable en termes de cohésion territoriale et sociale.



L'évolution de la cote boursière au cours des vingt dernières années reflète aussi les évolutions macroéconomiques et structurelles. Elle est une des clés pour répondre aux défis de demain.

La structure de la cote allemande reflète donc la puissance manufacturière du pays, une conclusion confortée par l'analyse du segment des petites valeurs, une cote reflet de la capacité d'adaptation de l'Allemagne. Si l'industrie automobile reste très importante, l'Allemagne a su développer des champions internationaux d'articles de sport en réponse au développement de la consommation dans le monde, consommation dont le poids s'est renforcé dans l'indice. L'Allemagne a également su s'adapter aux nouveaux modes de consommation.

Des acteurs innovants ont favorisé le développement des ventes par internet. Dans l'industrie, autre poids majeur des indices allemands, la croissance du fret se traduit par l'évolution de Deutsche post DHL ainsi que celle de la distribution, renforçant l'idée de la construction de chaînes plus complètes dans le pays.

Un dernier segment remarquable de la cote : les technologies de l'information qui sont dominées par les logiciels. La structure de la cote boursière allemande reflète aussi la puissance exportatrice notamment à travers sa filière automobile. A contrario, l'effondrement de la capitalisation des électriciens allemands traduit le choix politique de l'abandon du nucléaire post Fukushima.

Les indices britanniques sont marqués par les poids importants de trois secteurs majeurs : les matériaux en raison de la forte progression des minières – dont le Royaume-Uni reste en Europe l'une des seules places de cotation - mais aussi de relais de croissance comme l'emballage qui profite à plein de l'essor du commerce en ligne, la Finance (banques, assurances et services financiers) et l'énergie avec la filière pétrolière étendue. Le secteur de l'industrie progresse grâce notamment aux services avec des entreprises qui profitent d'un développement fort aux Etats-Unis. Le secteur de la consommation de base profite, lui, du poids toujours important des champions mondiaux britanniques qui bénéficient de la hausse de la consommation de biens dans les pays émergents, du choix d'Unilever de se coter uniquement à Londres, après un retournement de décision qui souligne le poids des actionnaires britanniques.

Comme le montre la répartition du PIB anglais, la finance et la consommation sont des poids importants. A l'opposé, le poids de l'automobile dans le PIB (équivalent à celui de la France) est inexistant sur le marché « actions », les compagnies britanniques ayant été rachetées au fil du temps.

C'est le principal revers de la très grande ouverture de l'économie anglaise, riche de nombreuses entreprises de capitalisation petites et moyennes tournées depuis longtemps vers le grand large, à l'instar de leurs champions mondiaux. Elle perd très vite ses valeurs cotées car elles font souvent l'objet de rachats à des stades relativement précoces, des rachats souvent orchestrés par des sociétés américaines.

Une forte délocalisation de l'appareil industriel français a pour conséquence une surreprésentation des valeurs de consommation. Cette évolution boursière est cohérente avec la structure de l'économie française où l'aéronautique est prépondérante dans le secteur manufacturier. Seul le segment des équipements électriques a pu développer réellement une logique de filière gagnante à l'international et qui se traduit par un poids grandissant dans les indices français. Autre caractéristique, la présence de très grosses entreprises dans le luxe et les cosmétiques grâce à des champions mondiaux qui ont su profiter plus que d'autres de l'appétit des populations émergentes mais dont les retombées locales restent limitées, les chaînes les accompagnant se diffusant peu sur le sol national.

Finalement, même s'il est souvent difficile de comparer le produit intérieur d'un pays et son marché boursier et de lire dans le second les sources de la valeur ajoutée d'un pays mesurée à travers le PIB, nous pouvons néanmoins conclure de notre étude que la composition du PIB et celle de la cote boursière reflètent assez bien les choix historiques opérés par un pays.

La Grande-Bretagne, tournée vers le grand large, semble avoir choisi son camp dans un environnement instable. Avec le Brexit, la puissance industrielle et économique de notre puissant voisin, l'Allemagne, qui en résulte, peut laisser craindre une Europe de plus en plus allemande et ce d'autant plus facilement qu'elle dispose d'une base arrière industrielle non négligeable dans les anciens pays de l'Est, ex-satellites de l'URSS.

La France ne peut plus jouer sur le triptyque, France – Allemagne - Grande-Bretagne. Elle va devoir s'adapter. Or, la composition de son PIB, tout comme sa cote boursière, reste très ancrée dans le monde d'hier, celui de l'écrasement de l'URSS et de la Mondialisation heureuse sur fond de banques françaises toutes puissantes et de grandes capitalisations surfant sur l'explosion des échanges et des délocalisations associée à l'ouverture de vastes marchés.

La puissance de la finance française et européenne est derrière nous, les grandes capitalisations se battent pour leur survie quand elles n'ont pas disparu.

Il sera difficile pour la France de faire entendre sa voix en s'appuyant sur les seuls grands groupes de luxe de notre cote boursière. La France apparaît très vocale sur la transition du modèle de croissance. L'Allemagne l'a fait...à marche forcée. Après avoir lâché la filière nucléaire et ses énergéticiens il y a dix ans, l'Allemagne travaille avec ses constructeurs automobiles pour accélérer les changements dans l'industrie.

Avec les enjeux ESG, très focalisés sur le E sous la pression des ONG environnementalistes, devenues le nouveau mantra des gouvernants, nous allons devoir prendre des décisions dans un monde instable dans lequel tout se passe comme si les dirigeants de notre planète rajoutaient de l'instabilité à de l'instabilité.

La crise financière a conduit à la mise entre parenthèses des règles économiques considérées comme les seules valables dans un monde libéré du communisme et soumis aux seuls lois du marché.

La crise sanitaire a été mise à profit à la fois pour « enfoncer le clou » sur les nouvelles pratiques monétaires et budgétaires mais aussi pour amplifier et accélérer le changement des modèles économiques avec l'abandon de l'énergie fossile, l'abandon du pétrole au profit de l'électricité.

Deux crises qui ont conduit à l'ébranlement du mouvement de mondialisation qui a permis à nombre de pays de sortir du sous-développement.

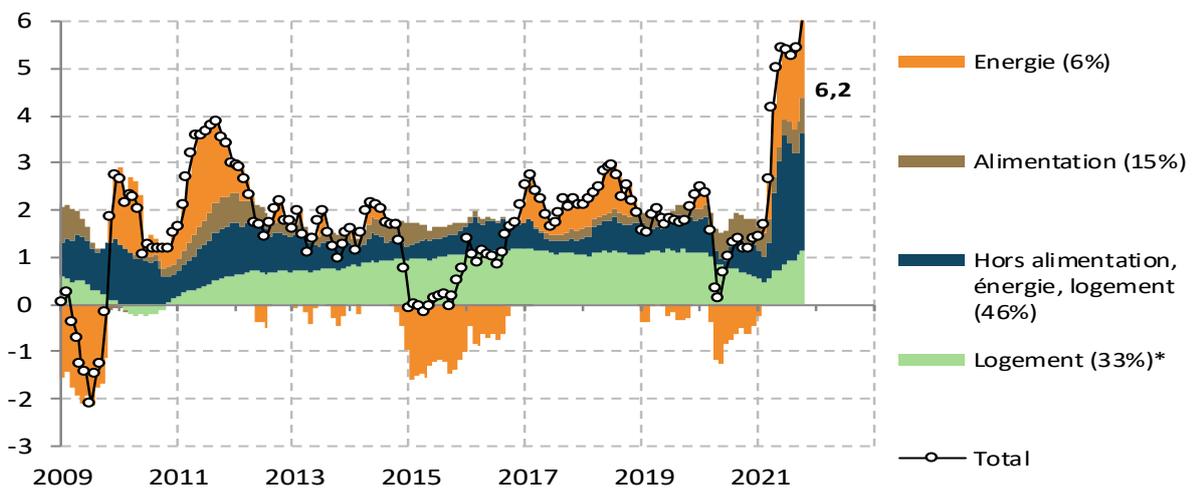
Arrivés au terme de cette seconde année de pandémie mondiale nous vivons les premiers effets du traitement de la crise sanitaire.

Le recours à plusieurs périodes de confinements relativement durs dans la plupart des pays touchés a conduit à un arrêt ou à un ralentissement de la production de biens et services.

On se félicite de ne pas avoir enclenché une période de dépression sévère qu'aurait provoqué un ajustement de l'appareil économique. Ceci a été réalisé au prix de la déformation de la Demande. Une déformation multiforme : distribution de revenus non adossés à de la production de biens ou de services, obligations réglementaires en matière ESG qui provoque des excès de Demande sur certains produits face à une offre encore balbutiante. Une déformation de la demande aussi face à une offre désorganisée en raison à la fois du dérèglement des chaînes d'approvisionnement et du transport d'une part mais désorganisée d'autre part par la pression des nouvelles normes ESG qui imposent aux entreprises des adaptations de leur stratégie, entravent leurs capacités d'investissement et peuvent aller jusqu'à menacer leur accès au financement.

Les premiers effets tangibles de cet automne : le retour d'une inflation importante ! Une menace supplémentaire pour les marges des entreprises, sous contraintes en raison des goulets d'étranglement qu'elles subissent. Une menace qui pourrait se coupler à celle d'une pression sociale au moment où le partage de la valeur ajoutée tend à être davantage revendiqué par les salariés que par le passé. En effet, après des décennies d'un partage qui leur a été peu favorable, nous pourrions assister à un changement de tendance de nature à réveiller la boucle salaire-prix.

Etats-Unis : Contribution à l'inflation (GA%, NCVS)



Sources : BLS, Thomson Reuters, Covéa Finance. Début de la série en 1998

Dernier point : Oct-21

* Loyer et équivalent loyer des propriétaires (montant payé par les propriétaires s'ils louaient), logements étudiants, hôtels.

Une inflation qui représente un défi majeur pour les banques centrales dont certaines s'interrogent déjà sur leur responsabilité en la matière. Après avoir faussé la valorisation des actifs et le prix du risque par leurs politiques monétaires non orthodoxes, l'inattendu est finalement arrivé... Pourtant, elles apparaissent en ordre dispersé dans la normalisation que certaines envisagent en fonction du caractère plus ou moins temporaire de cette hausse des prix qu'elles anticipent. A ce titre, les deux grandes banques centrales, FED et BCE, semblent vouloir temporiser dans la conduite des premières hausses des taux directeurs, contrairement à plusieurs autres banques centrales telles la Norvège, la République Tchèque, la Russie, l'Australie, la Nouvelle-Zélande ou le Brésil.

Conclusion

Allocation d'actifs et choix de valeurs se complexifient donc un peu plus, alors que ces deux exercices n'étaient déjà pas aisés ces dernières années. Notre compréhension du monde s'appuie toujours sur nos 3 clés de lecture que sont le dollar, le pétrole et les matières premières et notre positionnement stratégique est organisé autour de sept points d'attention.

- L'éclatement des chaînes de valeurs mondiales et la diffusion du phénomène de pénurie sur fond de remise en cause du multilatéralisme et de déplacement du centre du monde vers l'Indo-Pacifique nous amènent à prendre en compte la situation des entreprises sur leurs chaînes et à renforcer nos investissements sur les acteurs qui permettent la relocalisation.
- Nous l'avons souligné, les achats des banques centrales se poursuivent et prolongent cet effet d'éviction des titres obligataires pour les investisseurs. Un effet aussi sur la dette privée pour ce qui est de la zone euro et qui nous incite à rester à l'écart du risque de crédit insuffisamment rémunéré.
- La poursuite de notre questionnement sur le statut le plus judicieux entre actionnaire ou créancier. L'existence de taux d'intérêt réels de plus en plus négatifs nous incite à préférer le premier statut sous réserve de valorisations souvent excessives au regard des coûts des intrants et des pressions sociales possibles.
- Cette même pénurie a renforcé notre conviction sur les secteurs « stratégiques » dont la pertinence a été identifiée lors de nos dernières Perspectives Economiques et Financières à l'heure où la recherche de souveraineté reste une priorité des Etats.
- L'investissement sur les thèmes porteurs d'avenir sans prisme sectoriel demeure dans notre positionnement avec toutefois une attention particulière sur les effets des crispations géopolitiques sur les stratégies des entreprises. Proche de nous, l'Union européenne apparaît toujours conflictuelle avec des dissensions à la fois économiques sur un axe Nord-Sud et politiques sur un axe Est-Ouest.
- On ne peut ignorer les perturbations liées à la transition énergétique. Des perturbations sur les marchés financiers à travers le double effet d'exclusion de pans entiers de la cote mais aussi de flux « aveugles » sur les OPC et ETF thématiques. Des perturbations profondes, aussi, sur les modèles de croissance des entreprises, pas toujours suffisamment préparées à ces normes qui s'imposent à elles.
- Enfin, la baisse des revenus récurrents diminue la capacité de prise de risque des investisseurs de long terme et renforce l'importance des points d'intervention sur les actifs risqués.

Le cadre de ces Perspectives Economiques et Financières est donc celui d'un monde particulièrement divisé et fragile. Ces faiblesses étaient déjà présentes au début de la crise sanitaire il y a maintenant 2 ans. Les choix des Etats de soutenir à tout prix par des politiques monétaires et budgétaires extraordinaires ont conduit les marchés financiers sur des niveaux sans commune mesure avec la réalité micro et macroéconomique. Le niveau d'endettement mondial, public et privé, est à son paroxysme alors même que nous assistons peut-être à la fin d'un cycle long de baisse tendancielle des taux d'intérêt.

Notre stratégie s'inscrit donc dans un cadre monétaire haussier et d'un risque de hausse des taux longs de nature à restreindre les liquidités et faire baisser les valorisations des marchés de valeurs mobilières. Dans ce monde où les sources de financement seront moins faciles, continuent toutefois d'exister quelques entreprises au bilan sain, sans levier exagéré et préparées à faire face, avec leurs moyens, aux contraintes réglementaires croissantes.

Retrouvez l'ensemble de nos analyses sur notre site internet www.covea-finance.fr

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 24 901 254 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. Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document. Toute reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Achévé de rédiger le 21 novembre 2021