

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

02 Novembre 2021

Rédacteurs

Gestion
Recherche Economique

Un jour sans fin

Sur le troisième trimestre de l'année, la collecte des fonds et ETF en Europe est positive avec 72 Mds€ pour les obligations et 46 Mds€ pour les actions. Les flux s'inscrivent largement dans la dynamique de la première moitié de l'année, même si leur rythme ralentit. Sur les neuf premiers mois de l'année, les fonds obligataires enregistrent ainsi 176 Mds€ de souscriptions et les fonds d'actions 274 Mds€.

Au sein des fonds obligataires, toutes les zones géographiques collectent, l'Europe en premier lieu avec 36 Mds€ d'achats. La hausse des rendements souverains européens a certainement provoqué un regain d'intérêts des investisseurs. Suivent les catégories « Monde » pour +27 Mds€, « Etats-Unis » pour +3 Mds€ et « Emergents » pour +1 Mds€. Nous notons également des flux toujours positifs sur le crédit à haut rendement pour 4 Mds€, un rythme qui ne faiblit pas (la collecte sur neuf mois atteint +12 Mds€).

Du côté des valeurs mobilières, les souscriptions affluent sur les deux catégories géographiques plébiscitées pour le cinquième trimestre consécutif au sein des fonds d'actions : « Monde » et « Etats-Unis ». De juillet à septembre, les souscriptions s'élèvent respectivement à +52 Mds€ et +3 Mds€, et atteignent des montants records depuis le début de l'année à +225 Mds€ et +24 Mds€. Nous dressons le même constat sur les thèmes d'investissement spécifiques : les thématiques « environnement » et « technologie » bénéficient respectivement de 8 Mds€ et 3 Mds€ de souscriptions sur le trimestre, portant leur collecte depuis le début de l'année à +39 Mds€ et +20 Mds€.

En revanche, sur les fonds d'actions européennes, tout s'est joué à la rentrée : les flux négatifs du mois de septembre se traduisent par une décollecte sur le trimestre (-5 Mds€) et sur l'année (-4 Mds€). A noter la décollecte de -4 Mds€ sur les fonds d'actions émergentes : la Chine étant plus spécifiquement visée avec -2 Mds€ de rachats. A cet égard, les investisseurs européens se montrent plus prudents que les investisseurs américains qui souscrivent des fonds d'actions chinoises pour plus de 4 Mds\$ sur le trimestre à contre tendance des bourses chinoises et commenté dans notre dernier suivi.

Le ralentissement du rythme de collecte est-il le signe d'un essoufflement ? Pas vraiment. Les mois précédents étaient inédits par leur amplitude. Les tendances d'allocation persistent et confirment des choix structurels. Seront-ils identiques dans les trimestres à venir ? Cela dépendra de la perception de la durabilité de l'inflation, de sa transmission sur les marchés de taux et de son impact sur la valorisation des entreprises, ainsi que des anticipations des actions des banques centrales sur leur offre de liquidité.

Francis JAISON

Directeur général délégué
en charge de l'ensemble des gestions

Sommaire

Suivi des marchés

Marchés obligataires
Marchés actions
Regard financier & extra-financier

p2

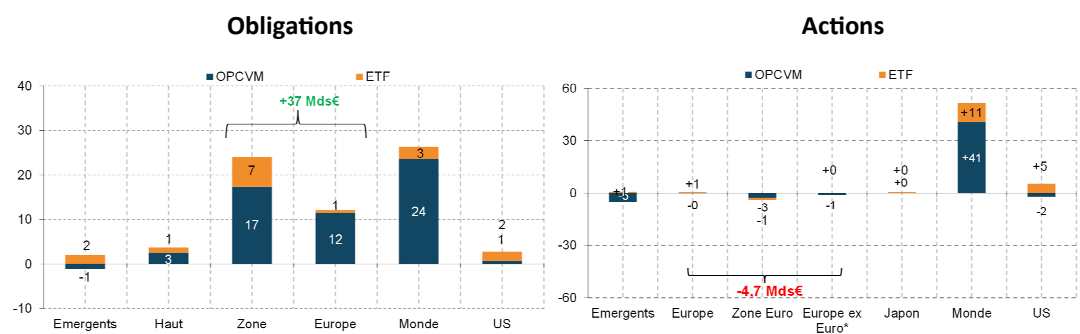
Suivi macroéconomique

Etats-Unis
Europe
Asie

p5

Focus de la semaine

Flux nets de souscriptions sur les OPC et ETF de droit européen au T3 2021 (Mds€)



Sources : Morningstar, Pôle Multigestion Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Obligataire : le regard du gérant

Marché de taux

Semaine marquée par une forte volatilité. Les catalyseurs sont nombreux.

Pour commencer, nous avons eu l'annonce du budget au Royaume-Uni qui se traduit par une perspective de réduction du programme d'émissions de dettes, et donc par une baisse des taux au RU (-12 pbs ; 10 ans à 0,96%) qui s'est propagée aux autres pays européens : le taux allemand à 10 ans perdait 8 pbs dans la journée de mercredi pour atteindre de nouveau -18pbs.

La tendance s'est maintenue tout au long de la semaine pour le RU ainsi que pour les taux américains à 10 ans qui se distinguent par une évolution sur la semaine à la baisse, mais dont les taux à 2 ans remontent, la dynamique sur les attentes de remontée de taux des pays anglo-saxons étant bien ancrées dans les anticipations.

Par la suite, en amont de la BCE, la Banque du Canada a surpris le marché par sa décision de mettre fin à son programme d'achat tout en avançant la date de ses perspectives de remontée des taux.

Du côté du marché du crédit, les primes restent dans l'ensemble stables. Le marché primaire est ralenti avec seulement 7 Mds € émis du fait des périodes de « black out » des entreprises (périodes pendant lesquelles les entreprises ne divulguent pas leurs informations financières mises à jour). Ces périodes se caractérisent par moins d'émissions primaires.

Focus : Quand le Canada et le Royaume-Uni perturbent la communication de la Banque Centrale Européenne

Alors que la réunion de la Banque Centrale Européenne était très attendue la semaine dernière, c'est bien la réunion de la Banque du Canada et l'annonce du budget au Royaume-Uni qui ont le plus animé les marchés. L'ampleur des mouvements sur les taux d'intérêt au sein d'une même journée a augmenté ces dernières semaines et on a assisté à de forts mouvements à la hausse comme à la baisse, même si la tendance de fond reste bien toujours la hausse des taux. Cette volatilité s'explique notamment par des incertitudes de plus en plus grandes à la fois sur les politiques monétaires, budgétaires et fiscales dont voici deux illustrations.

Le 27 octobre, les marchés de taux ont connu une journée de forte baisse, avec une baisse de 6pb sur le 10 ans allemands et de 8pb sur le 10 ans américain à la suite de la présentation du budget au parlement britannique.

Le ministre des finances britannique a annoncé une forte hausse des dépenses publiques pour soutenir l'économie, notamment 6Mds£ pour le système de santé, 1.5Mds£ supplémentaires pour les transports et des hausses de salaires pour le secteur public à partir d'avril 2022. Cela n'a donc pas empêché l'OBR (le bureau responsable du budget) de revoir les émissions de dette à venir en forte baisse à 183Mds£ pour l'année fiscale en cours, par rapport à 234Mds£ précédemment. Les émissions sont revues à la baisse jusqu'en 2025, ce qui permettrait de faire baisser la dette à 88% du Produit Intérieur Brut en 2025 alors qu'elle est pour le moment à 98.2%. Cette annonce d'une offre plus faible à venir a donc fortement fait baisser les taux d'intérêt.

Le lendemain, c'est la Banque du Canada qui a surpris le marché et poussé les taux à la hausse en annonçant la fin de ses achats d'actifs et surtout une hausse des taux directeurs pour 2022. Celle-ci pourrait avoir lieu dès le deuxième trimestre. Le 10 ans allemand est remonté de 4pb (8pb au plus haut dans la journée) et ce malgré tous les efforts de Christine Lagarde dans son discours pour rassurer les marchés obligataires mettant en exergue le côté transitoire de l'inflation. Elle a également précisé que malgré la remontée des taux, les conditions de financement restaient favorables à l'économie, supprimant ainsi tout espoir de voir la BCE agir pour réduire la tendance récente sur les taux.

Actions Europe : le regard du gérant

Sur la semaine écoulée, le marché actions européen (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) est en hausse de 0.9%. La semaine a été rythmée par les publications du troisième trimestre. En termes de performances sectorielles, la technologie s'est distinguée grâce aux bons résultats de Dassault Systèmes, Capgemini et ASM International. A l'inverse, les investisseurs ont délaissé le secteur de l'immobilier, dans le sillage de la montée des taux d'intérêt. Le secteur a aussi pâti de la publication de la société Unibail et de la baisse des loyers des surfaces commerciales.

Au niveau des valeurs, le titre CNP Assurances s'est apprécié de 45% suite à l'OPA de La Banque postale avec une forte prime. A contrario, les perspectives données par la société Wordline lors de sa publication trimestrielle ont déçu. De plus, le retard de la vente de l'activité de terminaux de paiements ont pesé sur le cours.

En termes géographiques, l'Espagne domine le classement grâce à la bonne performance des valeurs financières auxquelles l'indice est exposé. La Norvège affiche quant à elle un recul marqué de 3.4%. L'indice boursier local a souffert de la baisse des valeurs du secteur de l'énergie, dans le sillage de la baisse des prix du gaz. Enfin l'indice des petites et moyennes valeurs MSCI EMU Small Cap est stable sur la semaine tout en conservant son avance depuis le début de l'année.

Nous apportons un éclairage sur les publications trimestrielles du secteur des biens d'équipement en Europe, en lien avec nos thèmes PEF de la capacité d'adaptation et des changements structurels. Les sociétés de biens d'équipement font face à une visibilité réduite sur leurs chaînes d'approvisionnement, passée de 6 mois à 6 semaines. Les résultats du troisième trimestre nous révèlent les acteurs qui parviennent le mieux à s'adapter à ces défis. Ainsi, Schneider, spécialiste des équipements de

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

basse et moyenne tension électrique, n'a été que marginalement impactée par les perturbations logistiques et les pénuries de composants. De plus, Schneider s'est positionné très tôt sur la transition énergétique des chaînes de production et plus précisément sur l'électrification et la digitalisation des processus industriels. Ainsi, la société s'est distinguée par des ventes trimestrielles en croissance deux fois supérieures par rapport à celles de son concurrent suisse ABB, moins agile et moins performant.

Les sociétés de biens d'équipement spécialisés dans les solutions logistiques ont de plus publié de très bons résultats trimestriels. Par exemple, l'Allemand Kion qui produit des chariots élévateurs pour entrepôts affiche un niveau de commandes record, en croissance de 34% sur le trimestre. Kion a également revu à la hausse ses perspectives sur l'année 2021. A plus long terme, Kion est positionnée sur la tendance de fonds d'automatisation des entrepôts.

Les thèmes de la capacité d'adaptation des sociétés, ainsi que celui de l'amélioration et du contrôle de la chaîne d'approvisionnement, prennent toute leur pertinence dans ce contexte particulier. Ce sont des thèmes centraux déclinés dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Actions Internationales : le regard du gérant

Marchés Américains

Aux Etats-Unis, le S&P 500 progresse de 1,3% sur la semaine, renouant avec ses plus hauts historiques. Les valeurs de consommation surperforment sensiblement, tirées notamment par Tesla qui profite d'une commande gigantesque provenant de Hertz. Les services de communication progressent également, tirés cette fois par Alphabet dont la publication de résultats a dévoilé une poursuite de la dynamique de croissance des revenus publicitaires de Google. Les financières terminent en territoire négatif, affectées par la baisse des taux longs de même que l'énergie. De manière générale, les publications de résultats d'entreprises ont occupé le premier plan, permettant de prendre partiellement la mesure de l'impact des tensions inflationnistes et des problématiques d'approvisionnements sur l'activité et les marges. Dans l'ensemble, les entreprises s'accrochent à la situation, parvenant à faire passer les hausses de coûts sur leurs clients dans un environnement de demande soutenue. Toutefois on note quelques disparités dans leur capacité à s'adapter à ce contexte particulier et inédit. Au sein de la technologie par exemple et alors que le secteur est surtout confronté aux pénuries de certains semi-conducteurs, Microsoft tire davantage son épingle du jeu qu'Apple, ce dernier étant plus exposé aux problématiques d'approvisionnements pour ses dernières générations de Smartphones. Toujours chez les géants du numérique, Facebook ou, devrait-on dire, Meta, ne parvient à faire aussi bien que Google, affecté par sa difficulté à collecter les données sur la navigation des utilisateurs d'Iphones tandis qu'Amazon peine à recruter et doit manœuvrer avec des perturbations logistiques. Alors que le secteur automobile suscitait beaucoup d'interrogations quant à sa capacité à surmonter les pénuries, les constructeurs sont parvenus à maintenir des marges élevées malgré les hausses de coûts et envoient le signal que la situation s'améliore en matière d'approvisionnements, un discours notamment palpable chez Ford.

Marchés Asiatiques

En Asie, tous les marchés sont en baisse sur la semaine à l'exception de Taiwan. Ce dernier bénéficie de la performance des valeurs du transport maritime. Le marché japonais était stable dans l'attente des élections législatives dont l'issue a finalement permis au LDP de maintenir sa majorité à la chambre basse. Le marché chinois est quant à lui toujours pénalisé par les inquiétudes relatives à l'immobilier alors que la détérioration des relations avec les Etats-Unis constitue un facteur supplémentaire d'aversion au risque. Quant à l'Inde, la mauvaise performance sur la semaine s'explique par les prises de profit assez logiques après la performance observée depuis le début de l'année.

Alors que la saison de publications de résultats vient juste de débuter, il est encore difficile de dresser un bilan mais nombreuses sont les sociétés affectées par la hausse du prix des matières premières et les ruptures de chaînes d'approvisionnement. Parmi elles des leaders technologiques japonais sont ainsi concernés tels que Fanuc (leader mondial des robots industriels), Hitachi (services informatiques et matériel informatique), Panasonic (fabricant de batteries, d'électroménager et autres matériel informatique) ou encore Advantest (champion mondial du test semi-conducteurs).

Le focus de la gestion internationale : Les télécoms au cœur du retour des tensions sino américaines :

Depuis 2020, les fournisseurs de services de télécommunications chinois (China Telecom Americas, China Unicom Americas, Pacific Networks) font l'objet d'une enquête de la FCC (Federal Communication Commission) en raison des risques pour la sécurité nationale. Le 27 octobre 2021, la FCC a finalement révoqué la licence de China Telecom Americas, pour les mêmes motifs que ceux invoqués à l'encontre de fournisseurs de matériels Chinois (Huawei, ZTE, Hikvision Digital Technology, Dahua Technology), à savoir la possibilité pour le gouvernement chinois d'écouter ou de perturber les réseaux de communications américains. Le même jour, le siège social américain de la société PAX Global Technology, leader chinois et numéro 3 mondial des terminaux de paiement (plus de 60 millions d'unités vendus dans 120 pays), a fait l'objet d'un raid du Département de la Sécurité Intérieure. Il est reproché à la PAX Global d'utiliser ses terminaux de paiements pour obtenir des données critiques sur les consommateurs américains, voire de se servir de cette infrastructure comme point de relais et de contrôle dans les cyberattaques récentes menées contre des sociétés américaines. Les terminaux de paiement actuellement déployés chez les commerçants doivent être immédiatement retirés et remplacés par des fournisseurs Américains ou Européens. Malgré l'apparence d'un dialogue rouvert entre les présidents Américains et Chinois, la nouvelle administration américaine continue d'adopter une approche très hostile envers les sociétés chinoises susceptibles d'altérer la sécurité et la souveraineté de la nation. Ce constat est en ligne avec la toile de fonds d'un monde moins coopératif que nous développons régulièrement dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Le regard de l'analyste

Créanciers ou actionnaires ? Attardons-nous sur ce qui fait leur différence...

Un actionnaire achète une partie du capital d'une entreprise ; à ce titre il peut participer à la vie sociale de cette entreprise, en exerçant son droit de vote mais aussi par le truchement du dialogue actionnarial. En fonction de la stratégie et des moyens de l'entreprise, il peut toucher un dividende en numéraire ou en titres. Mais il est aussi le moins protégé, et le premier à perdre ses fonds en cas de faillite, ou, sans aller jusqu'à cette extrémité, à voir fondre son dividende en cas de difficultés financières. La rentabilité financière (calculée par le rapport entre bénéfice net et fonds propres) est importante pour l'actionnaire ; comme tous les ratios, il est sensible aux variations de son numérateur et de son dénominateur. Ainsi, la rentabilité financière augmentera même en cas de bénéfice stable, si les fonds propres diminuent, et inversement elle diminuera, même en cas de bénéfice en hausse, si les fonds propres ont progressé à un rythme plus important.

Un créancier ne possède pas, contrairement aux actionnaires, de part de l'entreprise, et n'a donc pas le droit de participer à sa vie sociale. Il prête des fonds à l'entreprise, mais sa rémunération n'est pas liée à la rentabilité de cette dernière ; elle est basée sur un taux d'intérêt, lui-même défini en fonction du risque de non remboursement, de l'échéance et enfin du rang de créance en cas de faillite. En cas de liquidation, c'est la vente des actifs qui permet de rembourser le créancier, avant les actionnaires... mais après le fisc. C'est pourquoi les capitaux propres, qui servent de garantie à la dette, sont d'une importance primordiale pour lui. Contrairement aux actionnaires, le créancier appréciera des fonds propres élevés, solides et de qualité.

Le choix entre devenir créancier ou actionnaire se fait en fonction du profil de la société : sa gouvernance, la visibilité sur son activité, sur son profil de risque financier et extra-financier, les résultats attendus de sa stratégie, sa gestion des coûts, ses parts de marché, etc... mais aussi le contexte économique, monétaire, géopolitique, social voire réglementaire dans lequel elle évolue ! Mais ce choix dépend aussi du niveau de risque que l'investisseur lui-même souhaite prendre sur la société en question - niveau de risque qui naturellement pilote le niveau de rendement, ainsi que sur son horizon d'investissement et son besoin de liquidité.

Leurs intérêts sont souvent divergents : Un actionnaire voudra parfois maximiser le levier de l'entreprise, afin d'augmenter les capacités d'investissement de celle-ci, tout en maintenant le niveau de rétribution de ses actions, car c'est l'une des raisons de son investissement. En revanche, un créancier pourra considérer qu'il est préférable d'augmenter les fonds propres, et/ou de rembourser les dettes. Toutefois, ils ont également en commun leur intérêt que l'entreprise se développe et qu'elle se porte bien.

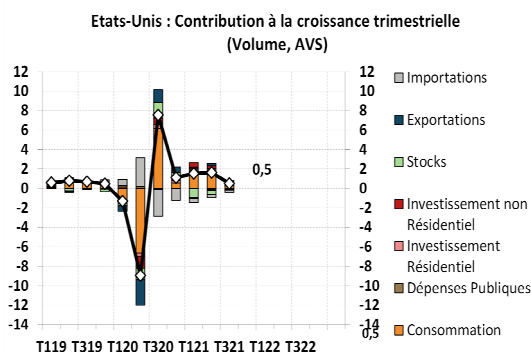
Comme indiqué dans nos Perspectives Economiques et Financières, avant d'investir, nos gérants se posent la question de savoir s'ils ont davantage intérêt à être créanciers ou actionnaires, et s'appuient, dans les réflexions qu'ils mènent, sur les études de notre équipe d'analyse financière et extra-financière.

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Net ralentissement de la reprise américaine au troisième trimestre »

Confrontée à la résurgence de l'épidémie durant l'été et à la persistance des tensions sur les chaînes d'approvisionnement, l'économie américaine est en perte de vitesse au troisième trimestre (T3) 2021. La croissance trimestrielle du PIB s'est limitée à 0,5%, après 2,6% au T2, sous l'effet d'une modération de la dynamique de consommation (+0,4%, après +2,9% au T2), principal moteur de la croissance depuis l'été 2020. Au-delà du ralentissement de la consommation, c'est également sa composition qui interpelle : les dépenses en biens durables reculent pour la première fois depuis le printemps 2020 (-7,7% en glissement trimestriel), tandis que les dépenses en services, longtemps contraintes,



Sources : BEA, Covid Finance

poursuivent leur redressement (+1,9%). Du côté des entreprises, on relève également une modération de l'investissement productif (+0,4% contre +2,2% au T2), avec une poursuite du recul des dépenses en infrastructures (-1,9%) et une baisse dans les biens d'équipements (-0,8%) pour la première fois depuis le T2 2020. Cette inflexion reflète vraisemblablement les difficultés d'approvisionnement de certains secteurs, comme semble l'illustrer la forte contraction de l'investissement en équipements de transport (-5% sur le trimestre), secteur toujours confronté aux pénuries de semi-conducteurs. Les dépenses liées à la propriété intellectuelle restent bien orientées avec une croissance trimestrielle de 2,9%. Par ailleurs, le mouvement de déstockage des entreprises s'est poursuivi, mais dans une moindre mesure qu'au deuxième trimestre, ce qui génère une contribution positive de cette composante à la croissance sur le trimestre. Les échanges commerciaux ont par contre pénalisé la croissance, avec la conjonction d'une contraction des exportations (-0,6%) et d'une augmentation des importations (+1,5%).

Malgré le ralentissement de la croissance, le PIB américain se situe désormais 1,4% au-dessus de son niveau d'avant crise (T4 2019). Les plans budgétaires actuellement débattus au Congrès pourraient venir fournir un nouveau soutien à la croissance dans les prochains trimestres (voir focus infra).

L'indice ECI du coût de l'emploi a enregistré une forte accélération au troisième trimestre, avivant les craintes d'effets de second tour sur les pressions inflationnistes. L'indice affiche une hausse de 1,3% sur le trimestre, ce qui constitue sa plus forte accélération depuis 2001. La progression concerne les salaires (+1,5%), mais aussi les avantages salariaux (+0,9%) tels que les primes, cotisations à des polices d'assurance ou à des plans de retraite. En rythme annuel, la croissance du coût de l'emploi atteint 3,7%. La pertinence de cet indicateur est renforcée depuis le début de la crise du Covid car les poids des secteurs y sont fixes, contrairement aux chiffres de salaire horaire du rapport d'emploi, ce qui permet de s'affranchir des effets de composition liés aux destructions massives de postes dans les secteurs à faible rémunération. Selon l'estimation du T3, la croissance du coût de l'emploi a été robuste dans de nombreux secteurs, à commencer par les loisirs et le tourisme (+2,5% en glissement trimestriel), les services financiers (+2,2%) et les services professionnels et techniques (+1,5%). Cette dynamique confirme le renforcement des pressions salariales et les tensions croissantes sur le marché du travail, ce qui, conjuguée à la montée des prix de l'énergie et des biens affectés par les problématiques d'approvisionnement, attise le risque de boucle prix- salaires.

Le revenu disponible des ménages s'inscrit en nette baisse en septembre (-1,3% en glissement mensuel), sous l'effet de la chute des transferts sociaux (-7%) liée à l'expiration nationale des dispositifs exceptionnels d'indemnités chômage le 6 septembre. Les revenus salariaux sont néanmoins bien orientés avec une progression de 0,8% sur le mois. Les dépenses de consommation s'inscrivent également en hausse (+0,3%), tirées par les dépenses de loisirs et de tourisme. Avec la réduction des transferts sociaux, le taux d'épargne des ménages se normalise à 7,5% du revenu disponible, un niveau légèrement en-deçà du niveau d'avant crise. Du côté des prix des dépenses de consommation, la progression mensuelle en septembre est similaire à celle du mois d'août à 0,3%, ce qui pousse la croissance annuelle à 4,4% après 4,2%. Les prix sous-jacent enregistrent une hausse plus mesurée de 0,2% sur le mois et le rythme annuel se stabilise à 3,6%.

Dans le secteur manufacturier, l'indicateur d'enquête ISM affiche une légère baisse en octobre à 60,8 après 61,1. L'enquête relève une persistance des perturbations de la chaîne d'approvisionnement avec une nouvelle hausse de la composante délais de livraisons à 75,6, contre 73,4 en septembre. Par ailleurs, la composante nouvelles commandes se dégrade assez nettement à 59,8 (-6,9 points), tandis que la production et l'emploi sont restés globalement stables.

Suivi Macroéconomique

États-Unis

Focus : Joe Biden tente de réunir le parti démocrate derrière une nouvelle proposition de plan de relance

Le Président Joe Biden a présenté le 28 octobre une version révisée de son plan de mesures fiscales et sociales, dont le montant a été revu en baisse à 1750 Mds\$ sur 10 ans, contre 3500 Mds\$ initialement. Résultat de semaines de négociation, ce nouveau cadre semblerait avoir reçu l'approbation à la fois des démocrates centristes (notamment les Sénateurs Joe Manchin et Kyrsten Sinema) et des démocrates progressistes (aile gauche), bien qu'un certain flou entoure encore cette question. Le Président Biden a exhorté les membres du Congrès à voter les deux volets de son programme de relance, l'un de 1000 Mds\$ pour les infrastructures, et le second de finalement de 1750 Mds\$ sur le climat et les dépenses sociales. Certains représentants démocrates progressistes semblent encore réticents à valider le plan d'infrastructures, déjà voté au Sénat de façon bipartisane, tant qu'ils n'auront pas examiné dans le détail les mesures retenues dans le plan de 1750 Mds\$ sur le volet climat et dépenses sociales. Par ailleurs, les critiques du plan par Joe Manchin durant le weekend, quant à l'impact des mesures sur la dette publique, jettent également le doute sur la capacité des démocrates à voter la proposition de loi dès cette semaine.

Parmi les principales dépenses sociales, qui représentent 915 Mds\$, figurent les aides à la garde d'enfants et la gratuité des écoles maternelles pour les enfants de 3 à 4 ans (400 Mds\$), la prolongation des crédits d'impôt pour enfant et allocations familiales (200 Mds\$) et des dépenses pour la santé (315 Mds\$). Avec une enveloppe totale réduite de moitié, un certain nombre de mesures ont été délaissées. Le congé parental de 12 semaines, dont le coût était estimé autour de 500 Mds\$, revu ces derniers jours en baisse à 4 semaines, a finalement été complètement abandonné. De même, la gratuité des *community college* (formation courte post-bac) et le meilleur remboursement des soins dentaires et ophtalmiques pour les personnes bénéficiant de Medicare n'ont pas été retenus. **Avec des mesures d'investissement dans la transition énergétique de l'ordre de 555 Mds\$, le volet climat est celui qui aura le mieux résisté aux débats.** S'ajoutent également 150 Mds\$ dans la construction de logement et 40 Mds\$ pour la formation professionnelle.

Côté recette, le plan de dépenses serait financé par des hausses d'impôt portant principalement sur les grandes entreprises et les ménages aisés. Dans le détail : 1) une taxe minimum de 15% sur les entreprises réalisant un bénéfice annuel supérieur à 1 Md\$ sur une période de 3 ans serait mise en place (gain de recette estimé à 325 Mds\$). Une taxe de 15% sur les profits des entreprises américaines réalisés à l'étranger (mise en œuvre de l'accord de l'OCDE sur l'imposition des multinationales) rapporterait 350 Mds\$ et une surtaxe de 1% sur les programmes de rachats d'actions rapporterait 125 Mds\$; 2) côté ménages, une surtaxe de 5% sur les revenus annuels dépassant 10 millions\$ et de 3% supplémentaires sur les revenus supérieurs à 25 millions\$ générerait 230 Mds\$ de recettes. Par ailleurs, pour les ménages les plus aisés, la déduction des pertes de leur activité professionnelle serait limitée (270 Mds\$) et les contrôles seraient renforcés pour éviter les failles sur le prélèvement des cotisations sociales (250 Mds\$). Enfin, le plan prévoit un programme d'investissement pour les autorités fiscales afin de lutter contre l'évasion fiscale, ce qui devrait générer 400 Mds\$ de recettes supplémentaires. La proposition débattue ces derniers jours d'introduire un impôt sur la fortune qui toucherait environ 700 milliardaires américains n'a finalement pas été retenue dans le plan présenté par le Président. Au total, les mesures annoncées permettraient, selon les estimations de la Maison Blanche, un gain de recettes total de l'ordre de 2000 Mds\$.

Focus : Le budget britannique pour 2022 est moins restrictif que prévu

A l'occasion de la revue biannuelle du budget britannique, l'OBR (équivalent du haut conseil des finances publiques) a revu à la hausse ses projections de croissance, d'inflation et d'emploi. L'OBR anticipe désormais une croissance de 6,5% en 2021 (contre 4,0% prévu en mars dernier). Pour 2022, l'OBR estime que la croissance atteindra 6%, une estimation optimiste relativement au consensus de marché (5,0%). Ces révisions haussières se traduisent par des recettes budgétaires plus importantes, ce qui permet au gouvernement de présenter un budget 2022 moins restrictif que prévu. Les coupes budgétaires (notamment la réduction des prestations sociales) et les hausses d'imposition seront ainsi plus progressives. Le gouvernement mettra en place un soutien fiscal aux entreprises du secteur de l'hôtellerie, des loisirs et de la restauration. Enfin, le gouvernement a également annoncé une hausse du salaire minimum, à 9,5£ de l'heure, contre 8,9£ actuellement.

La pression fiscale n'en restera pas moins importante. Le gouvernement maintient les hausses d'impôts, sur les sociétés, les ménages et les cotisations sociales. La part des impôts dans le PIB devrait ainsi atteindre un niveau historiquement élevé, à 36%. Les finances publiques britanniques demeurent sur une trajectoire de consolidation. L'OBR estime que le déficit budgétaire, qui avait atteint 15,2% lors de l'année fiscale 2020, reculera pour atteindre 3,3% en 2022. Dans ce contexte, les émissions de dette ont été revues à la baisse.

Enfin, le gouvernement s'est fixé de nouvelles règles budgétaires et vise un équilibre du solde budgétaire courant (hors investissement) d'ici à l'année fiscale 2023 ainsi qu'une réduction de la dette nette.

Suivi Macroéconomique

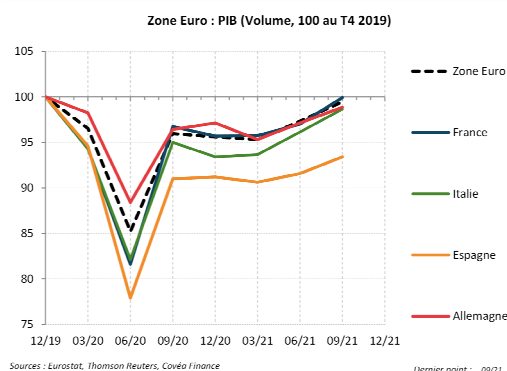
Europe

« Le PIB espagnol demeure largement en-deçà de son niveau d'avant-crise »

La Banque Centrale Européenne (BCE) a, sans surprise, maintenu le statu quo à l'occasion de sa dernière réunion de politique monétaire. Christine Lagarde prend acte de l'accélération de l'inflation, plus importante et vraisemblablement plus durable que prévu. Pour autant, elle considère toujours que la hausse actuelle des prix est liée à des facteurs exceptionnels qui devraient s'estomper en 2022. Elle a par ailleurs insisté sur la « *forward guidance* » de la BCE, qui ne prévoit d'augmentation de taux que si trois conditions sont réunies : (1) l'inflation doit atteindre la cible (autour de 2%) bien avant la fin de l'horizon de projection, (2) l'inflation doit être durablement autour de la cible sur le reste de l'horizon de projection et enfin (3) la dynamique de l'inflation doit se refléter de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente. Ce faisant, C. Lagarde a rappelé que ces conditions n'étaient pas réunies et qu'une hausse de taux, anticipée par certains intervenants de marché, pouvait donc paraître prématurée. Enfin, la BCE note que, malgré l'augmentation des taux d'intérêt de marché, les conditions de financement demeurent favorables, essentiellement parce que les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages sont à des niveaux extrêmement bas. Les détails et les modalités de la politique monétaire post-PEPP seront dévoilés à l'occasion de la prochaine réunion, le 16 décembre.

En ce qui concerne les prix, l'accélération de l'inflation se poursuit au-delà des attentes en Zone euro à 4,1% en octobre en glissement annuel (après 3,4% en septembre). Cette hausse s'explique principalement par la progression des prix de l'énergie (23,5% contre 17,6% en septembre) bien que l'inflation des services ait également accéléré (2,1% après 1,7% en septembre). L'évolution des prix de la catégorie l'alimentation, alcool et tabac s'est en revanche maintenue (2%) et les prix des biens industriels hors énergie ont légèrement ralenti (2% contre 2,1% en septembre). L'accélération de l'inflation sous-jacente (hors énergie, alimentation, alcool et tabac) a été plus modeste, à 2,1% contre 1,9% en septembre. Parmi les grandes économies européennes, l'accélération de l'inflation est particulièrement marquée en Allemagne (4,6%), où elle est tirée à la hausse par les effets de base consécutifs à la baisse temporaire de TVA en semestre 2021, et en Espagne (5,5%), où elle est fortement affectée par la hausse des prix de l'électricité. La hausse des prix, bien que patente, est moins marquée en France (3,2%) et en Italie (3,1%). **L'enquête trimestrielle de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels au troisième trimestre traduit la hausse des anticipations d'inflation.** Les prévisionnistes estiment que l'inflation atteindra 1,9% en 2022 et 1,7% en 2023 (contre 1,5% en 2022 et 2023 dans la précédente enquête). Les projections d'inflation sous-jacente ont également été révisées à la hausse à 1,5% en 2022 et 1,6% en 2023 (contre 1,3% et 1,5% précédemment).

L'enquête de la BCE sur les conditions bancaires au troisième trimestre 2021 fait état d'une légère augmentation de la demande de prêts de la part des entreprises. Les banques interrogées notent toutefois que l'accès à d'autres sources de financement, notamment internes, influent négativement sur la demande, ce qui peut refléter les liquidités importantes accumulées en 2020. Par pays, la demande recule en France, est stable en Italie mais accélère en Espagne et en Allemagne. Du côté des ménages, la demande de prêts immobiliers et à la consommation a augmenté de manière plus importante, soutenue par des conditions de financement favorables. Au quatrième trimestre, les banques s'attendent à une nouvelle augmentation de la demande de prêts. Les données mensuelles confirment cette tendance avec, en octobre, un quatrième mois consécutif de flux positif pour les crédits aux entreprises, avec un dynamisme plus marqué en France et en Allemagne. **Les conditions d'octroi de crédits sont demeurées globalement inchangées pour les prêts aux entreprises, à l'exception de l'Italie où elles ont été assouplies.** On note en revanche un durcissement des conditions des conditions d'octroi des crédits hypothécaires, particulièrement marqué en France. Au quatrième trimestre, les banques anticipent un durcissement plus marqué des conditions d'octroi pour les prêts immobiliers et aux entreprises.



La croissance trimestrielle du PIB de la Zone euro atteint 2,2% au troisième trimestre 2021. L'économie maintient un rythme de croissance robuste, après avoir atteint 2,1% au deuxième trimestre. Parmi les principales économies, ce sont la France (3%), tirée par la reprise des services, et l'Italie (2,6%) qui enregistrent les croissances les plus vigoureuses alors que l'activité progresse plus modérément en Espagne (2%) et surtout en Allemagne (1,8%), qui pâtit notamment des difficultés du secteur automobile. Relativement au niveau d'avant-crise, l'Espagne se démarque négativement, avec un PIB inférieur de plus de 6% par rapport au T4 2019. L'Allemagne et l'Italie demeurent 1% en dessous tandis que la France retrouve son niveau d'avant crise.

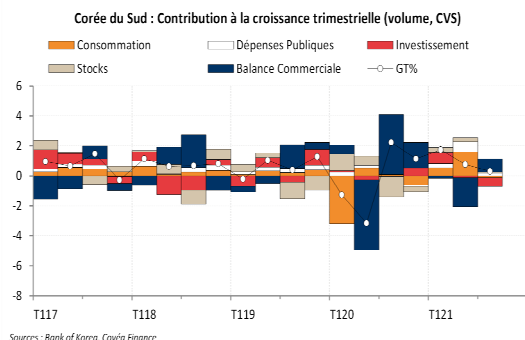
L'indicateur de sentiment économique (ISE) de la Commission Européenne progresse légèrement au mois d'octobre (+0,8 point) et demeure ainsi sur un niveau historiquement élevé, bien au-dessus de

sa moyenne de long terme. Le climat des affaires progresse dans l'ensemble des secteurs, à l'exception de la consommation où il recule quelque peu mais demeure sur des niveaux élevés. Le secteur des services (hors distribution) enregistre une hausse plus importante du climat des affaires. Dans le secteur manufacturier, l'indice stagne sur un plus haut historique avec des perspectives de production et des carnets de commandes qui demeurent en forte expansion malgré le recul des derniers mois. Le niveau de stock reste très inférieur à la normale et témoigne des importantes contraintes d'approvisionnement qui affectent le secteur. La part des entreprises du secteur manufacturier signalant des difficultés à augmenter sa production en raison de contraintes d'approvisionnement atteint un plus haut historique à 49,4% au quatrième trimestre. Pour autant, le taux d'utilisation des capacités de production demeure élevé. Les difficultés de recrutement s'accroissent, et ce dans tous les secteurs, alors que les intentions d'emplois poursuivent leur progression. Dans ce contexte, les anticipations d'augmentation des prix s'envolent dans l'industrie et la distribution.

Suivi Macroéconomique

Asie

« La faiblesse de la demande intérieure pénalise la croissance coréenne au 3^{ème} trimestre. »



En Corée, la croissance du PIB s'établit à +0,3% en variation trimestrielle, en net ralentissement après +0,8% lors du trimestre précédent. La modération de la croissance du 3^{ème} trimestre s'explique par un effet de contrecoup après le fort dynamisme de l'activité lors des deux premiers trimestres de l'année, ainsi que par l'impact du variant delta, avec un nombre de cas de Covid-19 qui a atteint des niveaux records en août et en septembre. Dans le détail, par poste de la demande, l'ensemble des composantes du PIB liées à la demande intérieure sont en contraction au 3^{ème} trimestre. La consommation privée recule ainsi de -0,3%, après +3,6% au deuxième trimestre ; elle a principalement été pénalisée par les restrictions sanitaires, qui ont été relevées à leur niveau maximal dans la région de Séoul lors de l'été. L'investissement en actifs fixes est également en recul, s'établissant à -1,9% après -0,4%. L'investissement manufacturier pâtit notamment des difficultés d'approvisionnement, avec un impact particulièrement négatif de l'investissement dans les équipements de

transport, tandis que l'investissement en construction se contracte lui aussi. Enfin, les importations reculent elles aussi de -0,6% au 3^{ème} trimestre, après +2,8%. Cette contraction de la demande intérieure est compensée par des exportations particulièrement dynamiques, en progression de +1,5% au 3^{ème} trimestre, après -2,0% lors du trimestre précédent, aboutissant à une contribution du commerce extérieur nettement positive. La demande intérieure devrait rebondir lors du dernier trimestre de l'année, dans un contexte où le gouvernement coréen a annoncé lundi un plan de levée progressive des restrictions sanitaires, étant donné le recul du nombre de cas et l'avancée de la vaccination. Le ralentissement de la croissance du PIB au 3^{ème} trimestre ne devrait donc pas remettre en question la nouvelle hausse du taux directeur de la Banque de Corée attendue avant la fin de l'année.

Les ventes au détail japonaises rebondissent en septembre, avec une progression de +2,7% en variation mensuelle, après un repli de -4,0% en août. Ce rebond, qui intervient avant la levée officielle de l'état d'urgence sur l'ensemble du territoire japonais mis en œuvre le 1^{er} octobre, est le contrecoup de la chute de la consommation lors du mois d'août, durant lequel le nombre de cas de Covid-19 a atteint un niveau record, mettant le système hospitalier sous pression. Cette dynamique de rebond de la consommation est également reflétée dans l'amélioration récente de l'indice de confiance des consommateurs, qui progresse de nouveau de +1,1 point pour le mois d'octobre, s'établissant à 39,2 points, son niveau le plus élevé depuis mai 2019. Les ventes de l'ensemble des types de biens sont en hausse à l'exception des véhicules motorisés, qui reculent de -10,7%, pâtissant des difficultés d'approvisionnement. Les ventes de vêtements, traditionnellement bien corrélées à la consommation de services, affichent un rebond particulièrement marqué de +13,7% en septembre.

La Banque du Japon a laissé comme largement attendu le cadre de sa politique monétaire inchangé à l'issue de sa réunion de politique monétaire des 27 et 28 octobre. La Banque du Japon a également mis à jour ses perspectives économiques à l'occasion de cette réunion. Par rapport à ses prévisions de juillet, la banque centrale révisé notamment à la baisse sa prévision de croissance du PIB pour l'année fiscale 2021, passant de +3,8% à +3,4%, principalement en raison d'un impact plus marqué que prévu des contraintes d'approvisionnement. Pour ce qui est des prévisions d'inflation, la Banque du Japon révisé également à la baisse sa prévision d'inflation pour l'année fiscale 2021, passant de +0,6% à +0,0%. Cette révision reflète toutefois uniquement l'actualisation du panier utilisé pour le calcul de l'indice des prix à la consommation, qui a lieu tous les 5 ans. L'impact du changement de base est particulièrement prononcé car les services de communication ont vu leur poids augmenter substantiellement par rapport à 2015. Les mesures de réduction du prix des forfaits téléphoniques mises en œuvre par le gouvernement en avril 2021 ont donc un impact plus nettement marqué sur les prix à la consommation avec la nouvelle base, expliquant la révision des prévisions de prix de la Banque du Japon. En dehors de l'impact de cette révision purement technique, la trajectoire des prix à la consommation anticipée par la Banque du Japon reste inchangée par rapport à ses prévisions du mois de juillet. Le Japon demeure ainsi épargné par la dynamique de hausse de l'inflation visible dans les autres économies développées, le rebond des prix à la production ne s'étant pas répercuté sur les prix à la consommation, étant donné l'atonie de la demande intérieure.

Enfin, la production industrielle japonaise se contracte de nouveau lors du mois de septembre, avec une baisse de -5,4% en variation mensuelle, le troisième mois consécutif de baisse après -1,5% en juillet et -3,6% en août. Comme lors des mois précédents, la chute de la production est avant tout le fait de la production automobile, qui est directement pénalisée par la pénurie de semi-conducteurs, et qui recule de -28,2% en septembre, soit une contribution négative à l'indice de production total de près de -4 points. Avec la nouvelle baisse du mois de septembre, la production automobile est désormais inférieure de plus de 40% à son pic de novembre 2020. Le repli brutal de la production automobile se fait également ressentir dans d'autres secteurs manufacturiers impliqués dans la chaîne de valeur automobile : la production de machines-outils se contracte (-5,7%), tout comme celle des produits plastiques (-7,0%), tandis que la moindre demande de verre pénalise la production de la catégorie Pierres, sables et argiles (-4,0%).

Sur le plan politique, le Parti Libéral Démocrate (LPD) remporte confortablement l'élection générale malgré la perte de 15 sièges à la chambre des représentants. Il fait ainsi mentir certains sondages qui envisageaient des pertes de sièges bien plus importantes. Cette élection ne devrait pas changer significativement le rapport de force politique dans la mesure où la coalition gouvernementale occupe 293 sièges sur 465 à la chambre basse. Suite à cette élection, le gouvernement devrait présenter les détails d'un plan de relance budgétaire courant novembre.

Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		juin-21	juil.-21	août-21	sept.-21	oct.-21	nov.-21		
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	10,2	6,9	5,7	4,6				
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	9,3	7,4	7,4	6,3				
	Créations / Destructures nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	962	1091	366	194				
	Exportations (volume, CVS, GA%)	20,1	10,0	8,0					
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	3,7	4,0	4,0	4,6				
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	5,4	5,4	5,3	5,4				
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, M ds €)	4754,1	4763,2	4750,1	4764,0			
		Taux de chômage (%de la population active)	7,8	7,6	7,5				
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,9	2,2	3,0	3,4	4,1		
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	103,7	101,9	99,9	98,8	97,2		
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	5,5	0,9	0,8	-0,9			
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	26,3	26,3	11,3				
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	20,0	15,7	11,0				
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	106,4	104,2	103,4	99,7			
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	4,2	4,6	5,2	6,3	7,8		
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	-2,2	-4,3	-5,4	-2,3			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	7,1	3,9	3,9				
	Italie	Exportations (valeur, CVS, GA%)	27,1	14,2	19,4				
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	13,8	7,2	-0,1				
		PMI Manufacturier (Indice)	62,2	60,3	60,9	59,7	61,1		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	23,3	18,7	16,4				
	Espagne	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	10,8	3,3	1,8				
		PMI Manufacturier (Indice)	60,4	59,0	59,5	58,1	57,4		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	22,3	16,3	20,7				
	Royaume-Uni	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	10,3	4,4	3,7				
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	8,6	1,2	-0,2	-1,3			
		Inflation (prix à la consommation, GA%)	2,5	2,0	3,2	3,1			
	Asie	Japon	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	-3,8	1,5	-3,5			
			Exportations (valeur, CVS, GA%)	47,0	36,7	26,9	12,2		
			Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	0,0	0,6	0,6			
Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)			-0,4	-0,3	-0,4	0,2			
Chine		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	8,3	6,4	5,3	3,1			
		Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	29,4	22,7	16,5	11,4			
	Importations (valeur, NCVS, GA%)	36,9	28,2	33,1	17,6				
Autres émergents	Brésil	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	12,8	1,5	-1,6				
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	8,4	9,0	9,7	10,3			
	Russie	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	10,3	7,1	4,6	6,8			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	6,5	6,5	6,7	7,4			

17/06/2021 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	17/06/21	29/10/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 17/06/21 (% ou pbs)*
Marchés obligataires	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	0,75	0,25	0,25
		Brésil	2,00	4,25	7,75	5,75	3,50
		Russie	4,25	5,50	7,50	3,25	2,00
		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	1,50	1,55	0,64	0,05
		France OAT	-0,34	0,16	0,27	0,61	0,12
		Allemagne	-0,57	-0,20	-0,11	0,46	0,09
		Italie	0,54	0,82	1,17	0,63	0,35
		Royaume-Uni	0,20	0,78	1,03	0,84	0,26
		Japon	0,02	0,06	0,10	0,08	0,04
		Corée du Sud	1,73	2,08	2,56	0,83	0,48
		Brésil	3,22	3,71	4,82	1,60	1,11
		Russie	6,01	7,09	8,05	2,04	0,96
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,9	241,4	-1,13	-0,62
Marchés des changes	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,19	1,16	-5,4	-2,9
		Sterling	0,89	0,86	0,84	-5,5	-1,3
		Yen	126,2	131,2	131,8	4,4	0,4
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1130	1169	7,0	3,4
		Real brésilien	5,2	5,0	5,6	8,4	12,5
		Rouble	74,0	72,3	70,9	-4,2	-1,9
		Roupie indienne	73,1	73,3	74,9	2,5	2,1
		Yuan	6,5	6,4	6,4	-1,9	0,1
Marchés actions	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	4222	4605	22,6	9,1
		Japon - Nikkei 300	382	413	420	9,9	1,8
		France - CAC 40	5551	6666	6830	23,0	2,5
		Allemagne - DAX	5954	6653	6629	11,3	-0,4
		Zone euro - MSCI EMU	128	149	152	18,5	2,3
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	7153	7238	12,0	1,2
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3265	2971	5,3	-9,0
		Brésil - Bovespa	119409	128057	103501	-13,3	-19,2
		Russie - MICEX	3275	3819	4150	26,7	8,7
		Inde - SENSEX	47751	52502	59307	24,2	13,0
		Chine - Shangaï	3473	3518	3547	2,1	0,8
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28437	25377	-6,8	-10,8
		MSCI - BRIC	1296	1350	1228	-5,2	-9,0
	Euro	S&P (€)				29,6	12,4
		Nikkei 300 (€)				5,2	1,4
		FTSE 100 (€)				18,5	2,5
Matières premières	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	633	568	17,4	-10,2
		Indice CRB**	444	555	571	28,7	3,0
	Énergétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	73	84	62,9	15,5
		Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1895	1774	1784	-5,9
	Prix de la tonne de cuivre		7766	9316	9496	22,3	1,9

*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.

17/06/2021: 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.