

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

08 Mars 2021

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

Monroe*

Le Partenariat Régional Economique Global (RCEP en anglais), le plus vaste accord de libre échange entre pays d'Asie et d'Océanie, a conforté la place de la Chine en Asie au moment même où nous soulignons la bascule du barycentre du monde de l'Atlantique vers le Pacifique. Or cette influence de la Chine ne s'arrête pas à cette partie du monde. Elle s'est aussi imposée en Amérique latine dont les Etats se sont liés aux 2 grands créanciers que sont la China Development Bank et l'Export-Import Bank of China. Un début d'asservissement du pré carré nord-américain par la dette à l'image de celui réalisé en Afrique ? On est pourtant loin des Routes de la Soie! Mais les besoins en matières premières de tout ordre de la seule grande puissance en croissance en 2020 sont grands. Et le pouvoir central de Pékin cherche à en diversifier son approvisionnement.

C'est donc près de 140Mds\$ que la Chine a prêté à l'Amérique latine devenant à la fois l'un de ses principaux partenaires commerciaux mais aussi industriels en matière d'investissements énergétique, aéronautique, nucléaire, spatiale ou de télécommunication. La Chine a aussi étendu son influence par des échanges d'étudiants et l'installation d'instituts Confucius dans les capitales hispanophones sur fond de coopération culturelle sud-sud.

Et les Etats-Unis ont d'ailleurs réagi à cette intrusion dans ce qu'ils considèrent encore comme leur arrière-cour. Un exemple. En 2016, la Chine avait investi une dizaine de milliards de dollars dans un complexe pétrochimique en Equateur. Le pays était alors touché par la baisse du prix du pétrole et la Chine avait conforté sa place de premier investisseur et bailleur de fonds du pays. Or, la crise de 2020 a depuis mis l'Equateur dans une situation difficile face à ses créanciers. Pourtant, l'Agence de Développement américaine a décidé de refinancer son voisin afin qu'il puisse honorer ses échéances vis-à-vis de la Chine... à condition que les autorités de Quito excluent formellement les entreprises chinoises (Huawei et ZTE) de leurs projets d'infrastructures 5G.

* Doctrine Monroe : en 1823, le président américain déclare dans son adresse au Congrès que le continent américain n'est plus ouvert à la colonisation et que toute intervention étrangère en son sein sera perçue comme une menace pour la sécurité et la paix. En contrepartie, les Etats-Unis n'interviendront pas dans les affaires européennes. Le « corollaire » de Théodore Roosevelt en 1904 tempèrera cette neutralité affichée.

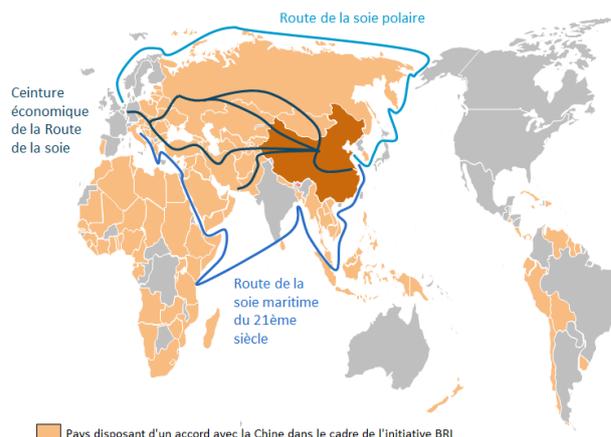
Sommaire

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

Suivi macroéconomique p6
 Etats-Unis
 Europe
 Asie

Focus de la semaine

Pays signataires d'un accord de coopération avec la Chine dans le cadre de l'initiative "Belt and Road" et principaux axes de l'initiative



« Une intrusion dans l'arrière-cour américaine »

Sources : Belt and Road Portal, Ministère du Commerce chinois, OCDE

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Obligataire

Marché de taux

Léger écartement des indices crédit cette semaine sur fonds de tensions toujours marquées sur le marché obligataire. Notons en particulier le 10 ans américain qui tangente les 1,60%. Du côté de la zone euro, le marché n'a pas connu les points hauts de la semaine précédente et le 10 ans français clôture la semaine vers -0,05%. L'écart de rendement entre le 10 ans allemand et le 10 ans américain s'accroît et s'approche des 200pb. La semaine dernière, les volumes primaires sur le marché du crédit sont restés à un niveau élevé, avec 12.25 Mds€ émis, dont 7.45 Mds€ mercredi. Les émetteurs américains sont majoritaires. Ils viennent profiter de taux faciaux beaucoup plus favorables sur le segment euro. Leur présence exclusivement via des opérations multi-tranches explique le poids de ces dernières dans les volumes (77%) ainsi que, grâce à 2 tranches à 20 ans, une maturité moyenne des émissions proche de 10 ans. La demande reste au rendez-vous : taux de couverture moyen proche de 3x et primes nulles ou limitées pour la plupart des émissions.

Focus : De quelle nature est la hausse de taux ?

En 2021, la hausse de taux nominaux est portée à la fois par une augmentation des anticipations d'inflation et du taux réel. Le taux réel peut s'interpréter comme une anticipation de la croissance de la part des acteurs de marché. Or, de part et d'autre de l'Atlantique, la hausse de taux enregistrée ne reflète pas les mêmes attentes. Aux Etats-Unis, la hausse du taux nominal est deux fois supérieure à celle observée en France. Les anticipations de croissance et d'inflation y contribuent quasiment à parts égales. En France, en revanche, la hausse de taux est majoritairement portée par la hausse des anticipations d'inflation. Parmi les facteurs qui orientent les divergences d'attente de croissance à venir de ces pays, les deux principaux sont l'amplitude des plans de relance et la vitesse de diffusion des vaccins. Tous deux à la faveur des Etats-Unis.

Parmi les facteurs communs inflationnistes, nous identifions les suivants :

- L'effet de base très favorable dans le calcul de l'inflation, notamment pour la composante énergie (cf. graphique 1). Le prix du pétrole sur la référence Brent est passé de 70\$/baril à 20 \$/baril entre janvier et mai, avec une baisse concentrée principalement sur le mois de mars. Ce constat se vérifie également pour l'ensemble des autres matières premières.
- Les plans de relance qui sont en partie destinés à la consommation et à l'investissement, notamment aux Etats-Unis, en Europe et en Chine. Ces plans créent une demande mais ils ont un caractère éphémère.
- L'augmentation des masses monétaires de dollars et d'euros dans des proportions historiques depuis 2020.
- Le coût du transport maritime de marchandises, notamment multiplié par 4 entre octobre 2020 et février 2021 pour les liaisons Chine - Etats-Unis.
- La rupture d'approvisionnement en semi-conducteurs à l'échelle mondiale.

Dans le détail, les publications d'informations liées aux plans de relance interviendront également concomitamment sur une période de temps courte, durant les mois de mars et avril.

- Aux Etats-Unis : la victoire des Démocrates à l'élection présidentielle et la majorité remportée à la chambre des représentants et au Sénat ont permis l'élaboration d'un nouveau plan de relance de 1900 Mds\$. Le plan a été approuvé par le Sénat, la Chambre des Représentants va suivre et le plan sera déployé sans attendre.
- En Chine : le 14e plan quinquennal (2021-2025) sera publié en mars 2021. Il donnera les grandes lignes stratégiques et orientera les investissements.
- En Zone Euro : après avoir été voté au Parlement Européen, le plan de relance devra être détaillé et présenté par chacun des pays dans une proposition rendue en avril 2021 à la Commission Européenne.

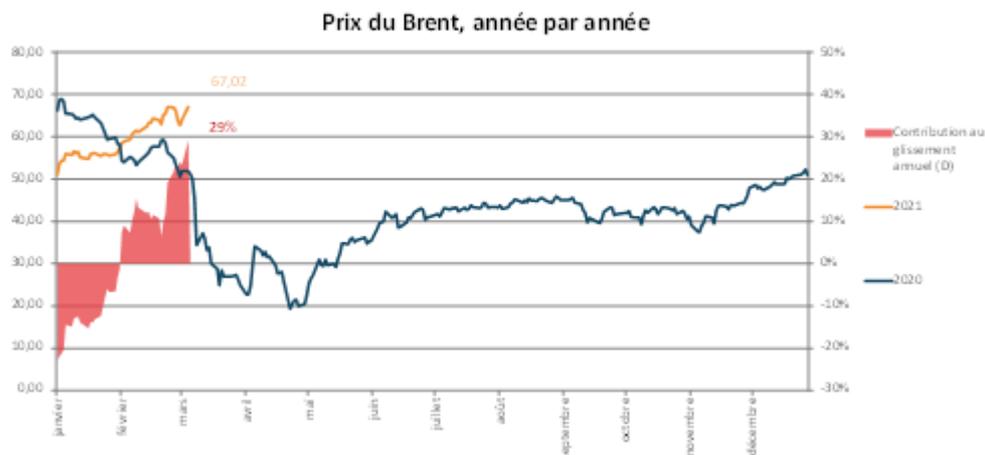
En Europe, en plus des éléments cités précédemment, des facteurs techniques sont venus porter la hausse de l'inflation constatée : le décalage des soldes en Allemagne, la revue de la méthodologie de calcul de l'inflation et la fin de la baisse temporaire de la TVA en Allemagne.

Inflation conjoncturelle ou inflation structurelle ? La hausse de taux s'explique-t-elle par la simultanéité éphémère de ces événements ? Les banques centrales, FED et BCE, affirment dans leur communication que la hausse de l'inflation est transitoire. Elles ne resserreront pas leur politique monétaire et laisseront l'inflation outrepasser temporairement leur cible à 2%. Elles soulignent au passage que les conditions d'une inflation structurelle, via des tensions sur le marché du travail et des hausses de salaires, sont loin d'être réunies.

Qu'en est-il de l'interprétation par les acteurs de marché ? Aux Etats-Unis, depuis 2009, les programmes d'achats de titres de la FED n'ont pas eu d'impact notable sur l'inflation. De ce point de vue, sur cette période, l'augmentation de la masse monétaire s'est présentée comme non inflationniste. Depuis 2020, l'augmentation de cette masse monétaire, toujours via le programme d'achat de la FED, s'est conjuguée aux plans de soutien et de relance du gouvernement d'une ampleur considérable, confirmant la cohérence de politiques monétaire et budgétaire. Les chiffres de janvier 2021 attestent d'une hausse de 52% en glissement mensuel des transferts sociaux, correspondant aux chèques et à la réintroduction exceptionnelle d'allocations chômage, votés en décembre et distribués en janvier. L'utilisation de cet argent s'est traduite en janvier, entre autres, par une hausse significative de la consommation, +2% en glissement mensuel comparée à des variations moyennes de plus ou moins 0,3%.

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Contribution du prix du pétrole calculée en glissement annuel



Source : Bloomberg, Covéa Finance

Actions Europe

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) affichent une hausse modérée de 0,6% sur fond de hausse des rendements obligataires souverains, entraînant une forte rotation sectorielle profitant aux secteurs décotés. Ainsi, les secteurs qui ont le plus souffert l'année dernière sont les plus recherchés par les investisseurs comme l'énergie (+4,8%) en lien avec la hausse du baril et la finance (+3,6%) tandis que la technologie (-5,0%) et les services aux collectivités (-1,1%) sont de nouveau en berne cette semaine. Sur le plan des titres, Porsche Automobil Holding ressort en tête de classement avec une progression de 13,5% porté par l'inclusion prochaine dans l'indice MDAX alors que la société de biotechnologie belge Argenx perd -13,5% après que le régulateur américain de la santé repousse sa décision sur l'approbation d'une molécule de laboratoire. En termes géographiques, l'indice norvégien progresse le plus avec +5,9% grâce à ses expositions dans le secteur pétrolier (Equinor) tandis qu'en fin de tableau l'indice danois abandonne 3,9% en raison de son fort ancrage sur les valeurs santé et les énergies renouvelables. Depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap maintient son avance (+4,9%) devant le MSCI EMU (2,7%) et le MSCI Europe (+2,7%).

La semaine dernière, nous évoquions un « Moment de Minsky » illustré par le relâchement des critères d'investissement justifiant notre prudence sur les marchés financiers.

Un évènement majeur vient s'ajouter à nos alertes : la débâcle du fonds d'investissement éponyme Greensill Capital fondé par le banquier d'affaires australien Lex Greensill spécialisé sur le rachat de créances clients moyennant une décote auprès d'entreprises souhaitant améliorer leur situation de trésorerie à court terme en raison des délais de paiements parfois élevés. Dès lors que le principal assureur a décidé de ne pas renouveler 5 milliards de garanties sur de nouveaux financements, Greensill s'est aussitôt mis sous la loi de protection des faillites au Royaume-Uni et en Australie. Le fonds d'investissement Appollo Global Management est cité pour le rachat des actifs viables. Plus précisément, Greensill réalisait des montages financiers en rachetant des créances clients, financées par l'émission d'obligations adossées à ces factures destinées à des banques privées comme le Crédit Suisse qui a dû geler ses fonds exposés à ce type de stratégie en raison de valorisations douteuses représentant 10 milliards de dollars d'encours. De même, la banque privée suisse GAM a décidé de fermer l'un de ses fonds pour restituer 900 millions de dollars à ses clients. La société d'investissement, Greensill Capital, qui compte David Cameron à son conseil, s'avère très exposée aux activités du magnat des métaux, Sanjeev Gupta, dont l'ascension de son groupe GFG Alliance comptant 35 000 employés a été largement financée par Greensill. Cette proximité a généré des vagues d'interrogations auprès des parties prenantes (entreprises clientes, syndicats...) et même auprès de la classe politique britannique et australienne soucieuse des potentiels défauts en cascade au sein du tissu économique ainsi que la perte induite de 50 000 emplois en cas de faillite. Il est naturel d'imaginer que les actionnaires du fonds aient tout perdu à l'image des 1.5 milliards de dollars investis par le conglomérat japonais Softbank qui a totalement déprécié la valeur de sa participation dans Greensill. Enfin, la filiale bancaire de ce fonds basée en Allemagne fait l'objet d'une enquête criminelle menée par la BaFin, le régulateur des services financiers, suspectant des manipulations comptables concernant l'enregistrement de ces factures. En effet, cette pratique plébiscitée par les PME, dénommée également affacturage inversé, n'est pas illicite en soi mais le manque de transparence peut conduire à des dérives pour diminuer l'endettement d'une entreprise. Pour rappel, la société d'énergie solaire espagnole Abengoa utilisait abondamment ce dispositif avec un recours massif au hors-bilan provoquant sa faillite en 2015.

C'est pourquoi, nous restons exigeants sur les valorisations et l'endettement des entreprises eu égard les effets pervers du déversement de liquidités dans le système financier.

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine



Le regard de l'analyse financière et extra-financière

Le droit du travail sème la division dans la Politique Agricole Commune : Si les subventions de la PAC sont désormais conditionnées au respect de certaines normes environnementales (l'agriculture est responsable de 24% des émissions mondiales de gaz à effet de serre), le respect du droit du travail ne joue pour l'instant aucun rôle dans l'attribution des paiements de la PAC. Pourtant, plusieurs millions de personnes sont employées dans l'agriculture européenne, principalement comme travailleurs saisonniers, journaliers ou sous d'autres statuts précaires. Bien que les institutions européennes et les gouvernements nationaux les aient définis comme travailleurs essentiels au moment où la crise sanitaire a frappé, l'expérience vécue par nombre de ces travailleurs reste celle de conditions de travail particulièrement difficiles.

Dans l'espoir de peser dans le débat en cours sur l'inclusion de dispositions relatives aux droits des travailleurs dans la réforme de la PAC, 300 organisations européennes ont appelé, par le biais d'une lettre ouverte publiée mi-février, les principaux commissaires et députés européens chargés des négociations du Parlement européen à inclure la conditionnalité sociale dans la réforme. Trois options ont été proposées pour sa mise en œuvre, mais aucune d'entre elles ne semble convaincre les différents ministres de l'agriculture européens à l'heure actuelle. Si les négociations sont âpres, c'est bien parce que la PAC est une politique phare de l'Union Européenne représentant à elle seule un tiers du budget de l'UE.

En France, le volet « Transition agricole, alimentation et forêt » du Plan de Relance s'articule autour de trois priorités : la reconquête de notre souveraineté alimentaire, l'accélération de la transition « agro-écologique » au service d'une alimentation saine, durable et locale pour tous les Français et l'accompagnement de l'agriculture et de la forêt françaises dans l'adaptation au changement climatique. Les conditions de travail des employés agricoles ne sont donc pas non plus au goût du jour à l'échelle nationale.

Actions Internationales

Actions Américaines

Aux Etats Unis, la semaine se termine sur une note légèrement positive, l'indice phare de la cote américaine affichant une hausse de près de 1%. Toutefois, cette hausse cache de très grandes disparités, puisque 2 secteurs s'inscrivent en très net repli : la technologie et les valeurs de consommation discrétionnaire (sous l'influence des fortes baisses de Tesla et Amazon dans ce secteur). A l'inverse, le marché a été tiré par la progression une nouvelle fois spectaculaire du secteur de l'énergie (+10% cette semaine, soit une hausse de près de 40% depuis le début de l'année), les investisseurs ayant été rassurés par les nouvelles déclarations de l'OPEP qui continue de maîtriser l'offre de pétrole, évitant toute rechute des cours. Dans ce contexte, plusieurs éléments sont venus alimenter la semaine et résonnent avec nos perspectives économiques et financières : WalMart envisage un plan d'investissement de 350 milliards sur les 10 prochaines années (investissements directs et indirects), pour soutenir l'économie locale et les filières stratégiques (soit un soutien à la création de 750.000 emplois). L'objectif est de favoriser la relocalisation dans 6 secteurs stratégiques identifiés par la société : 1/ le textile, 2/ le plastique, 3/ les petits appareils électriques, 4/ la préparation alimentaire, 5/ les fournitures pharmaceutiques et médicales, et 6/ les marchandises à usage unique (« Goods Not For Resale »). Cet engagement pourrait entraîner une réduction de 100M de tonnes métriques d'émissions de CO₂, évitées grâce à un raccourcissement des chaînes d'approvisionnement et une augmentation des relations avec des fournisseurs américains.

De son côté, le secrétaire au Trésor américain, J. Yellen, a annoncé que le gouvernement n'était plus contre une taxe internationale envers les géants du numérique. Un accord sur une taxe numérique mondiale pourrait être conclu d'ici juillet.

Enfin, plusieurs acquisitions stratégiques ont été annoncées au cours de la semaine, notamment de la part de sociétés leaders sur des marchés de niche, et qui profitent de la complexité de l'environnement actuel pour capitaliser sur leurs avantages historiques. Ainsi CAE (simulateurs de vol) a annoncé la reprise des activités de formation des pilotes de l'armée auprès de L3Harris, au passage stabilisant sa structure actionnariale avec l'arrivée de deux investisseurs stratégiques (Caisse des dépôts du Québec et le GIC). De son côté, Twilio, un leader sur les outils de gestion des communications annonce une prise de participation minoritaire dans Syniverse (entreprise américaine qui fournit des services technologiques et commerciaux aux sociétés de télécommunications) pour un montant de \$750M, renforçant son offre de service pour permettre aux entreprises une meilleure maîtrise de la relation clients.

Actions Asiatiques

En Asie, une semaine de relative stabilité malgré des performances très divergentes selon les pays. On notera la performance positive de l'Inde ainsi que de la Thaïlande. La Thaïlande bénéficie notamment des espoirs de réouverture des économies, le pays étant largement dépendant du tourisme. A l'inverse, la Chine et Taiwan subissent des dégagements sur la semaine notamment sur les valeurs technologiques, délaissées au profit des valeurs décotées. Ces mouvements de rotation sectorielle sont à l'image de ce qu'ont connu les marchés développés sur la semaine. En toile de fonds, la difficulté des relations Etats Unis - Chine a transpiré dans les annonces du président Xi Jinping qui a dévoilé un plan pour une plus grande autosuffisance. Lors de la session annuelle de la législature chinoise, les principaux dirigeants du Parti communiste ont approuvé un plan stratégique quinquennal pour réduire la dépendance à l'Occident pour des composants cruciaux comme les puces informatiques, tout en insistant sur les technologies émergentes, le véhicule à hydrogène ou la biotechnologie. Ce plan fait clairement écho aux annonces de la semaine précédente du président américain Joe Biden, qui avait annoncé un vaste examen de la chaîne d'approvisionnement des semi-conducteurs, des produits pharmaceutiques, des métaux, des terres rares et des batteries haute capacité.

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Par ailleurs, les relations entre la Chine – Australie restent également dans l'impasse et se traduisent par une chute des investissements chinois en Australie (-61% en 2020, à 1 md AUD). L'Australie souhaite désormais bloquer toute prise de participation ou acquisition par une société étrangère dans un secteur économique relevant de la sécurité nationale, comme les télécommunications, la collecte des données ou encore l'énergie. L'Australie cherche également à tirer parti de sa position de premier producteur de minéraux en stimulant le traitement et la fabrication, dans le cadre d'un plan visant à remettre en question la domination de la Chine dans la fourniture de produits essentiels à la transition vers l'énergie propre. Le gouvernement a dévoilé jeudi une feuille de route sur 10 ans qui comprend 1,3 milliard de dollars australiens de financement pour aider les entreprises à tirer parti des abondantes ressources naturelles du pays et à exploiter les opportunités liées à la transition énergétique. Il encourage la croissance de produits de grande valeur comme les batteries et les cellules solaires, ainsi que les technologies et les équipements qui rendent l'exploitation minière plus sûre et plus efficace.



Le regard de l'analyse financière et extra-financière

La rémunération des fournisseurs corse la chaîne d'approvisionnement en cacao : La culture du cacao répond à des exigences spécifiques en matière de température, d'eau et d'humidité – ce qui explique que la Côte d'Ivoire et le Ghana produisent 60% de la production mondiale de cacao. Alors que les exportations de cacao jouent un rôle primordial dans les économies de ces pays, de nombreux producteurs locaux gagnent moins d'un dollar par jour (rappelons que la Banque mondiale a fixé le seuil d'extrême pauvreté à 1,90 \$USD/jour).

En juillet 2019, la Côte d'Ivoire et le Ghana ont annoncé une majoration fixe de 400 \$USD/tonne de fèves de cacao pour les contrats à terme, dans le but d'améliorer les moyens de subsistance des agriculteurs locaux. Mais cela n'est pas suffisant pour éradiquer le travail des enfants et la pauvreté à grande échelle au sein de la chaîne d'approvisionnement en cacao : le changement de paradigme doit venir des fabricants de chocolat, qui profitent de la forme typique en « goulot d'étranglement » de leur chaîne d'approvisionnement. En effet, des millions de producteurs de cacao se trouvent en amont de la chaîne d'approvisionnement, avec en aval, des millions de consommateurs ; au cœur de la chaîne, on ne retrouve pourtant qu'une concentration de quelques entreprises, qui disposent ainsi d'un pouvoir de négociation accru.

Fin 2020, une lettre officielle émanant des autorités ivoiriennes et ghanéennes a accusé et pointé du doigt les entreprises MARS, HERSHEY et OLAM de contourner le différentiel de revenu décent établi en 2019. Dans une lettre séparée, HERSHEY s'est vu interdire de mettre en œuvre des programmes dits « durables » dans les deux pays. Cette controverse est défavorable au secteur du cacao dans son ensemble, d'autant plus que la responsabilité sociale est devenue un élément marketing clé dans le secteur du chocolat en Occident.

A l'inverse, BEN & JERRY (filiale à 100% d'UNILEVER) défend le revenu de subsistance des producteurs de cacao, et va même plus loin dans son engagement. Depuis octobre dernier, en plus de la prime de commerce équitable de 970 000\$ (Fair Trade premium, somme supplémentaire que les agriculteurs investissent dans des projets de leur choix), B&J a décidé d'augmenter de 600 000\$ par an les paiements à ses fournisseurs. L'initiative de B&J s'inscrit dans le cadre de l'engagement d'UNILEVER à promouvoir un monde plus durable, notamment en augmentant les paiements à ses fournisseurs les plus fragiles (+2Mds\$ d'ici 2030). Voilà comment une entreprise peut se démarquer de ses concurrents en termes ESG !

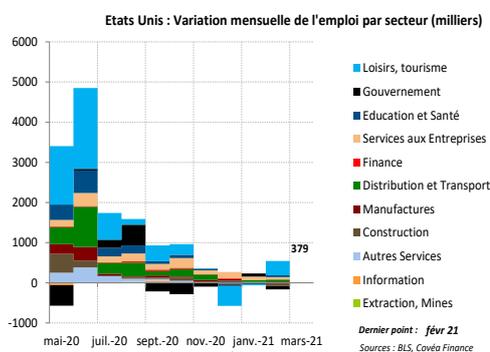
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« L'emploi progresse nettement en février, à la faveur de la levée progressive des restrictions »

Après la Chambre des Représentants, le Sénat a voté le 6 mars en faveur du plan de soutien de 1900 Mds\$ défendu par le Président Joe Biden. Cette approbation s'est faite par la plus faible des marges, avec les 50 Sénateurs Démocrates finalement unis, tandis qu'aucun Républicain ne s'y est montré favorable. **Le projet adopté diffère légèrement de la version votée la semaine précédente par la Chambre des Représentants.** Le texte doit donc maintenant repartir à la Chambre où les Représentants devraient l'approuver pour une promulgation d'ici le 14 mars, date d'expiration de nombreuses aides au chômage. La version adoptée par le Sénat prévoit la prolongation des allocations chômage exceptionnelles de 300\$ par semaine jusqu'au 6 septembre 2021, l'envoi de chèques de 1400\$ aux ménages gagnant moins de 75000\$ par an, 350 Mds\$ pour les Etats et collectivités locales, l'expansion du crédit d'impôt pour enfant, ainsi que des fonds pour déployer la vaccination contre la covid-19. Par rapport au texte voté à la Chambre des Représentants, les Sénateurs démocrates ont abaissé le montant des indemnités chômage exceptionnelles (300\$ contre 400\$), et réduit plus rapidement le montant des chèques envoyés au-delà d'un certain niveau de revenu, pour mieux cibler ces envois. Par ailleurs, les Sénateurs

démocrates n'ont pas retenu la proposition de hausse du salaire minimum fédéral à 15\$ de l'heure, qui est défendue par l'aile progressiste du parti démocrate.



Les progrès sur le marché du travail se sont accentués au mois de février, dans un contexte d'amélioration de la situation sanitaire et de levée progressive des restrictions. Les créations de postes atteignent 373 000 emplois sur le mois, concentrées essentiellement dans les secteurs des services très sensibles à la pandémie. Le secteur restauration et hôtellerie enregistre ainsi 322 000 nouveaux emplois, après 3 mois consécutifs de destructions de postes. La distribution de détail voit également les emplois progresser, avec 40 000 créations de postes, tandis que la construction détruit 61 000 postes, vraisemblablement une conséquence des intempéries ayant touché le sud du pays. Malgré cette

embellie, la route sera encore longue pour absorber les destructions de postes de 2020. Le niveau actuel de l'emploi reste ainsi encore inférieur de 9,5 millions de postes au niveau de février 2020. Concernant les autres éléments du rapport d'emploi, le taux de chômage a légèrement reflué sur le mois, à 6,2%, tandis que le taux de participation à la population active est resté stable à un niveau faible de 61,4%. Du côté des rémunérations, la croissance annuelle du salaire horaire est inchangée à 5,3%, un rythme dopé depuis le printemps dernier par des effets de composition de l'emploi (les destructions d'emploi en 2020 ont surtout touché les bas salaires).

Dans l'industrie, les données réelles restent bien orientées. Les commandes du mois de janvier s'inscrivent en nette progression (+2,6% en glissement mensuel) et affichent désormais une croissance en termes annuels, pour la première fois depuis mars 2020 (+2,8%). La dynamique mensuelle a été portée par l'aéronautique (+147%), les métaux bruts (+3,3% en glissement mensuel), mais également les biens non durables (+1,9%).

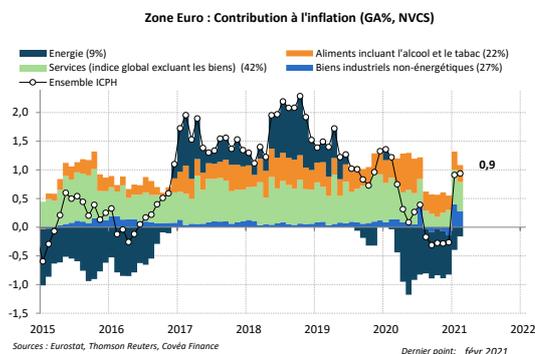
Du côté des indicateurs d'enquête, l'ISM manufacturier confirme la bonne tenue de l'industrie en ce début d'année. L'indice enregistre en février une nouvelle progression et atteint 60,8 points. Les composantes du rapport sont solides, avec des hausses pour les nouvelles commandes à 64,8, la production à 63,2, et l'emploi à 54,4 points (le seuil de 50 délimite hausse et baisse). Les prix payés sont également en forte hausse (86), tout comme les délais de livraisons, deux symptômes des difficultés d'approvisionnement actuelles. Dans ces conditions, les stocks peinent toujours à se reconstituer (49,7). **Dans les services, on constate une dynamique plus contrastée en février.** L'indicateur d'enquête ISM services s'inscrit en baisse, à 55,3 après 58,7 en janvier. Les sous-composantes majeures de l'enquête sont également faibles, à l'image des nouvelles commandes à 51,9 après 61,8, ou encore du niveau d'activité à 55,5 après 59,9. Tout comme pour les entreprises du secteur manufacturier, les délais de livraisons s'allongent (60,8), reflétant des difficultés sur la chaîne logistique, probablement renforcée par les intempéries dans le sud du pays. Les pressions haussières sur les coûts s'accroissent également avec la composante prix payés qui atteint 71,8.

Une semaine après l'épisode de forte hausse des taux américains, reflétant en partie des anticipations d'une remontée de l'inflation, **le Président de la Réserve Fédérale (Fed) a réaffirmé son intention de maintenir la politique monétaire accommodante en place.** Jerome Powell a estimé une nouvelle fois que les objectifs de la Fed en matière de plein emploi et d'inflation sont encore loin d'être atteints. La hausse de l'inflation qui se profile dans les prochains mois est selon le Président de la Fed essentiellement portée par des facteurs transitoires. **Si la récente hausse des taux d'intérêt a « attiré son attention » (une expression employée quelques jours plus tôt par sa collègue Lael Brainard), il n'a pas signalé que la Fed cherchera à endiguer ce mouvement,** rappelant juste que le comité de politique monétaire surveillait l'évolution des conditions financières et qu'il ne les laisserait pas se dégrader durablement. Force est de constater, qu'à ce stade, aucun sentiment d'urgence n'affleure à la Fed par rapport à la hausse des taux d'intérêt.

Suivi Macroéconomique

Europe

« Les pressions sur les prix semblent surtout refléter des effets temporaires »



L'inflation annuelle reste stable au mois de février selon l'estimation préliminaire.

L'indice des prix à la consommation progresse de 0,9% sur l'année, inchangée par rapport à janvier et en nette accélération par rapport à décembre 2020, où les prix reculaient de 0,3%. Cette progression des prix reflète la hausse des prix énergétiques (en particulier du pétrole) mais aussi celle de l'inflation sous-jacente. Cette dernière semble essentiellement soutenue par des effets transitoires tels que le retour de la TVA allemande à 19% (après une baisse au deuxième semestre 2020), la mise à jour des pondérations utilisées pour calculer l'indice d'inflation (avec une réduction du poids des services relativement aux biens) ou encore les pressions sur les prix des intrants en lien avec des pénuries et des restrictions sur les chaînes d'approvisionnement. En février, l'évolution des prix énergétiques a contribué plus fortement à l'inflation annuelle qu'en janvier mais ces pressions ont été compensées par la modération de l'inflation sous-jacente. Par pays, l'inflation

reste stable sur un niveau élevé en Allemagne, à 1,6% et accélère en Italie à 1% (contre 0,7% en janvier). Elle reste relativement stable en France à 0,7% (0,8% en janvier) mais décélère fortement en Espagne à -0,1% (contre 0,4 en janvier).

L'enquête PMI de février indique une progression des divergences sectorielles, entre une industrie dynamique et un secteur des services (hors distribution) à la peine.

En effet, l'indicateur PMI sur l'activité des services se maintient en contraction à 45,7, le secteur restant lourdement affecté par les restrictions sanitaires dans tous les principaux pays de la Zone euro et en particulier en Espagne. L'indice sur la production manufacturière en revanche accélère et indique désormais la plus forte expansion du secteur en 3 ans à 57,9. Si ce dynamisme est largement généralisé, c'est en Allemagne qu'il est le plus prononcé. La demande à l'exportation, notamment en provenance de Chine (qui est devenue le premier partenaire commercial de l'UE en 2020), continue de contribuer fortement à cette expansion manufacturière mais, selon l'enquête, la demande domestique a également soutenu le secteur en février. Enfin, l'enquête manufacturière note une forte hausse des prix des intrants (à un niveau record sur 10 ans) en lien avec des pénuries (notamment dans l'acier et les semi-conducteurs) et une augmentation des délais de livraisons.

Les ventes au détail s'effondrent en janvier, reflétant le poids des mesures sanitaires sur la période. Le volume des ventes du commerce de détail corrigé des variations saisonnières a diminué de 5,9% dans la Zone euro par rapport au mois de décembre, soit un recul de 6,4% en glissement annuel. La fermeture des magasins aux Pays-Bas (-5,1% en glissement mensuel) et en Allemagne (-4,5%), qui a commencé à la mi-décembre et s'est étendue sur le mois de janvier, a contribué à ce fort recul. En France (-9,9%), la nette baisse des ventes au détail reflète également le report de la période des soldes en plus du poids des restrictions sanitaires. Au niveau des composantes, les produits non alimentaires enregistrent la plus forte contraction (-12%), tandis que les ventes en ligne restent particulièrement dynamiques (7,1%).

Les chiffres du chômage, en revanche, ne permettent toujours pas d'observer tous les effets de la crise actuelle sur le marché du travail. Le taux de chômage se maintient en effet à 8,1% en janvier, soit un niveau très faible au regard de la dégradation économique observée depuis mars. Sa progression depuis le début de la crise reste contenue par les mesures de chômage partiel et la progression de l'inactivité. La levée des mesures de soutien et la vague de faillites attendue devraient toutefois se traduire par une forte progression du chômage.

Dans ce contexte toujours très marqué par la crise sanitaire, la Commission européenne devrait prochainement annoncer l'extension de la suspension des règles budgétaires. Dans un communiqué, l'autorité européenne a signalé qu'elle prendrait une décision définitive sur la question en fonction de l'état de l'économie européenne par rapport à ses niveaux d'avant crise. Une observation qu'elle fera sur la base de ses projections de printemps, qui sont généralement publiées début mai. Toutefois, la Commission a clairement signalé que « les premières indications actuellement disponibles plaideraient pour un maintien de la clause dérogatoire générale en 2022 et pour sa désactivation en 2023 ». La Commissaire européenne P. Gentoni, qui présentait le 3 mars les premières grandes orientations budgétaires de la Commission, a également déclaré que « le risque de ne pas en faire assez est supérieur à celui d'en faire trop » sur le plan budgétaire.

Au Royaume-Uni, le ministre des finances annonce une nouvelle expansion budgétaire à court terme qui sera compensée par une hausse d'impôt à moyen terme.

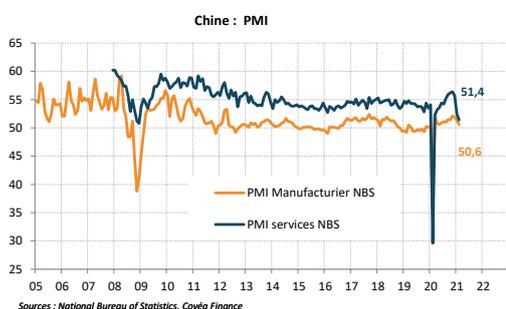
La présentation du nouveau budget britannique fut l'occasion d'annoncer le prolongement de nombreuses mesures de soutiens dont le chômage partiel, la baisse de TVA ou encore la hausse des prestations sociales et ce jusqu'à septembre 2021. Le ministre R. Sunak a également annoncé un vaste plan de soutien à l'investissement impliquant une réduction de 130% du montant de l'investissement des revenus imposables de la société. Pour financer cette expansion budgétaire, R. Sunak a toutefois annoncé une hausse de l'impôt sur les sociétés de 19% à 25% à partir de 2023 ainsi qu'un gel des seuils des tranches utilisés pour calculer l'impôt sur le revenu. En présentant cette mesure, il a insisté sur le fait qu'en dépit de cette hausse le Royaume-Uni restera le pays disposant du plus faible taux d'imposition sur les sociétés parmi les économies du G7.

Suivi Macroéconomique

Asie

« La Chine se fixe un objectif de croissance modeste pour 2021 »

En Chine, le gouvernement a fixé une cible de croissance du PIB de « plus de 6% » pour l'année 2021 lors de l'Assemblée nationale populaire qui a débuté vendredi. Cet objectif de croissance est modeste étant donné que la croissance du PIB bénéficiera d'un effet de base favorable du fait de la faible croissance de l'année 2020 (+2,3%). En effet, le simple maintien du PIB trimestriel chinois à son niveau du quatrième trimestre 2020 permettrait à l'économie de croître de 6% sur l'ensemble de l'année 2021. Cet objectif de croissance n'est donc pas fortement contraignant et permet aux autorités chinoises de conserver une flexibilité substantielle dans l'ampleur du soutien apporté à l'économie en 2021, notamment en vue de limiter les risques liés à un excès d'endettement, qui s'est fortement accru lors de l'année 2020. La cible de croissance annuelle pour l'ensemble de la Chine est cohérente avec les cibles fixées séparément au niveau des provinces plus tôt dans l'année, qui s'établissent à 6,8% en moyenne pondérée. Le gouvernement chinois anticipe par ailleurs un déficit public de 3,2% du PIB, après 3,6% en 2020, suggérant une modération du soutien budgétaire à l'économie – bien que le solde du gouvernement central ne recouvre qu'une partie limitée de l'ensemble des dépenses publiques. Enfin, les autorités ont réaffirmé qu'il n'y aurait pas de « changement abrupt » dans la politique budgétaire et monétaire, avec plutôt une



normalisation graduelle prévue à mesure que l'économie retrouve son rythme tendanciel : la croissance de la masse monétaire et de l'ensemble du crédit devraient suivre la trajectoire du PIB nominal. **Les enquêtes PMI font état d'une modération de l'expansion de l'activité chinoise au mois de février pour le deuxième mois consécutif**, en lien avec la situation sanitaire dégradée et le Nouvel An lunaire. Cette modération concerne à la fois le secteur manufacturier et le reste de l'économie, même si les indicateurs demeurent en territoire positif. Le PMI manufacturier officiel recule ainsi de -0,7 pt en février pour s'établir à 50,6 pt, son niveau le plus faible depuis mai 2020. Cette baisse recouvre un repli de la production ainsi que des nouvelles commandes. Dans les secteurs non-manufacturiers, le PMI officiel pour le mois de février enregistre une baisse de -1 pt à 51,4 pt, le niveau le plus dégradé depuis février 2020. Il faut toutefois noter que ces

enquêtes sont marquées par les congés du Nouvel An lunaire qui ont eu lieu au mois de février en 2021 et s'accompagnent traditionnellement d'une moindre intensité de l'activité économique, que la correction saisonnière du PMI ne neutralise que partiellement. Par ailleurs, les mesures de distanciation sociale mises en place suite à un rebond de l'épidémie dans plusieurs provinces du nord de la Chine ont également pesé sur la demande en février. Le recul du mois de février est donc largement le fait de facteurs temporaire : le poids des mesures sanitaires sur l'économie devrait s'atténuer en mars au vu de la nette baisse du nombre de cas. Les entreprises interrogées par les enquêtes s'attendent ainsi à un rebond marqué de la demande dès le mois de mars. **Enfin, Guo Shuqing, le directeur de l'autorité de régulation bancaire et assurantielle chinoise, a exprimé ses inquiétudes quant aux risques que font peser les « bulles » des marchés financiers occidentaux sur la stabilité financière chinoise**, évoquant la possibilité de restreindre la circulation des flux de capitaux en cas de turbulence boursière. Au niveau intérieur, le régulateur chinois a également mis l'accent sur les risques associés à la hausse excessive des prix de l'immobilier.

Au Japon, l'état d'urgence est prolongé d'au moins deux semaines supplémentaires dans la préfecture de Tokyo et les trois préfectures voisines, au sein desquelles les restrictions ne seraient donc pas levées avant le 21 mars. Ces quatre préfectures représentent 30% de la population du pays. Les sept autres préfectures japonaises initialement concernées par l'état d'urgence sont quant à elles revenues à la normale. Le gouvernement local de la région de Tokyo envisage de conditionner la fin de l'état d'urgence au passage du nombre de nouveaux cas quotidiens en dessous du seuil de 140 – le nombre de nouveaux cas quotidiens était d'environ 270 à Tokyo en moyenne la semaine dernière. **Les enquêtes PMI confirment quant à elles la divergence croissance entre la reprise de l'activité manufacturière japonaise et les difficultés persistantes du secteur des services.** L'indice PMI pour l'industrie manufacturière s'établit ainsi à 51,4 pt en février, en hausse marquée après 49,8 points en janvier, confirmant le rebond du secteur, qui est en expansion pour la première fois depuis avril 2019, aidé par une demande soutenue, notamment en provenance de Chine. Les industriels japonais font également part d'une forte hausse du coût des intrants, en lien avec l'augmentation du prix des matières premières. Dans les services, le PMI demeure en territoire négatif avec 46,3 pt en février, après 46,1 pt en janvier, alors que la situation sanitaire continue de peser sur le secteur, notamment dans la restauration et l'hôtellerie. L'emploi dans les services est toutefois en hausse pour la première fois depuis février 2020, reflétant une confiance accrue dans les perspectives futures. Reflétant cette divergence sectorielle, **les données du ministère des Finances pour le quatrième trimestre font part d'une hausse des profits des entreprises du secteur manufacturier pour la première fois depuis plus de deux ans, tandis que les profits des entreprises japonaises dans leur ensemble sont en léger recul** (-0,7% en glissement annuel). Les entreprises auraient de plus limité leurs investissements au quatrième trimestre (-4,8% en glissement annuel) pour réduire leur coût, un chiffre surprenant au regard du dynamisme de l'investissement au quatrième trimestre au sens des comptes nationaux, qui peut suggérer une révision à la baisse du PIB pour le trimestre lors de la prochaine estimation. **Le taux de chômage demeure stable à 2,9% au mois de janvier.** Le marché du travail est en amélioration, avec une hausse de +0,2% du nombre de personnes en emploi. Le ratio d'offre d'emploi par candidat poursuit également sa hausse, s'établissant à 1,1 en janvier. Toutefois, le nombre de personnes en situation de chômage partiel est en forte hausse (+25,8% en glissement annuel), reflétant l'impact de l'imposition de l'état d'urgence à partir du début du mois de janvier, notamment dans le secteur de la restauration. L'impact du rebond de l'épidémie sur le marché du travail demeure donc relativement limité à ce stade. **En parallèle, la confiance des consommateurs japonais est en hausse en février, bien qu'elle demeure en territoire fortement dégradé : elle s'établit à 33,8 pt en février, après 29,6 pt en janvier.**

Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		oct.-20	nov.-20	déc.-20	janv.-21	févr.-21	mars-21	
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,7	-4,7	-3,2	-1,8			
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	-1,9	-2,6	-3,4	-1,9			
	Créations / Destructures nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	680	264	-306	166	379		
	Exportations (volume, CVS, GA%)	-3,2	-2,7	-0,8	-0,1			
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	4,5	4,5	5,5	5,3	5,3		
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,2	1,2	1,4	1,4			
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, M ds €)	4732,2	4742,3	4710,1	4716,8		
		Taux de chômage (%de la population active)	8,4	8,1	8,1	8,1		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-0,3	-0,3	-0,3	0,9	0,9	
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	98,9	96,9	98,6	95,8	99,5	
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	8,5	9,0	0,2	-5,5		
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	2,6	6,8	6,0	2,4		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-7,0	-3,3	-3,0			
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	97,4	96,4	97,5	97,6		
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	-15,6	-16,3	-16,6	-13,8	-12,2	
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	3,6	-15,6	3,6	0,0		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,0	-4,5	-3,0			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-9,7	-6,8	-6,4	-1,1		
	Italie	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-2,2	-4,2	-1,9			
		PMI Manufacturier (Indice)	53,8	51,5	52,8	55,1	56,9	
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-7,2	2,9	-3,9			
	Espagne	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-1,8	-4,2	-1,5	-2,2		
		PMI Manufacturier (Indice)	52,5	49,8	51,0	49,3	52,9	
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-4,4	-1,8	-2,1			
	Royaume-Uni	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-5,4	-3,9	-3,3			
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	6,0	2,3	3,1	-5,9		
Inflation (prix à la consommation, GA%)		0,7	0,3	0,6	0,7			
Asie	Japon	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	3,6	-1,5	0,6			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-1,8	-1,2	-1,3	8,8		
		Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	-0,7	-1,8	-3,0			
	Chine	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-0,4	-1,0	-1,2	-0,6		
		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	6,9	7,0	7,3			
		Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	0,8	1,9	3,2			
Autres émergents	Brésil	Importations (valeur, NCVS, GA%)	4,4	3,9	6,5		156,6	
		Production industrielle (volume, CVS, GA%)	1,0	3,9	5,4	4,7		
	Russie	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	3,9	4,3	4,5	4,6		
		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	-8,9	-4,8	-1,3	-2,5		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	4,0	4,4	4,9	5,2	5,7	

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

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

Sources : Thomson Reuters, Covéa Finance

Tableaux synthétiques

INDICATEURS DE MARCHES			31/12/20	05/11/20	05/03/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 05/11/20 (% 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	0,50	0,00	0,00
		Brésil	2,00	2,00	2,00	0,00	0,00
		Russie	4,25	4,25	4,25	0,00	0,00
		Inde	4,00	4,00	4,00	0,00	0,00
		Chine	4,35	4,35	4,35	0,00	0,00
	Taux souverains 10 ans (%)	Etats-Unis	0,91	0,76	1,57	0,65	0,80
		France OAT	-0,34	-0,36	-0,05	0,29	0,32
		Allemagne	-0,57	-0,64	-0,30	0,27	0,34
		Italie	0,54	0,67	0,75	0,21	0,09
		Royaume-Uni	0,20	0,23	0,76	0,56	0,52
		Japon	0,02	0,02	0,10	0,08	0,07
Corée du Sud		1,73	1,53	2,00	0,26	0,47	
Brésil		3,22	3,34	4,16	0,94	0,83	
Russie	6,01	6,03	6,70	0,69	0,67		
Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,2	242,4	-0,73	0,06	
Marchés des changes	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,18	1,19	-2,5	0,8
		Sterling	0,89	0,90	0,86	-3,6	-4,3
		Yen	126,2	122,4	129,0	2,2	5,4
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1128	1126	3,1	-0,2
		Real brésilien	5,2	5,5	5,7	9,3	2,6
		Rouble	74,0	77,0	74,2	0,2	-3,6
		Roupie indienne	73,1	74,4	72,8	-0,3	-2,1
		Yuan	6,5	6,7	6,5	-0,5	-2,3
Marchés actions	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	3510	3842	2,3	9,4
		Japon - Nikkei 300	382	342	398	4,1	16,2
		France - CAC 40	5551	4984	5783	4,2	16,0
		Allemagne - DAX	5954	5440	6005	0,9	10,4
		Zone euro - MSCI EMU	128	116	132	2,7	13,7
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	5906	6631	2,6	12,3
		Corée du Sud - KOSPI	2821	2414	3026	7,3	25,4
		Brésil - Bovespa	119409	100751	115202	-3,5	14,3
		Russie - MICEX	3275	2861	3414	4,3	19,3
		Inde - SENSEX	47751	41340	50405	5,6	21,9
		Chine - Shangäi	3473	3277	3502	0,8	6,9
		Hong Kong - Hang Seng	27231	24886	29098	6,9	16,9
	MSCI - BRIC	1296	1221	1347	3,9	10,3	
	Euro	S&P (€)				4,9	8,6
		Nikkei 300 (€)				1,8	10,2
FTSE 100 (€)					6,5	17,3	
Matières premières	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	409	562	16,1	37,3
		Indice CRB**	444	415	491	10,7	18,4
	Energétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	41	69	33,9	69,5
	Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1895	1947	1699	-10,4	-12,8
		Prix de la tonne de cuivre	7766	6853	8896	14,5	29,8

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

**CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,7%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie.

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

Sources : Covéa Finance, Bloomberg

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

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

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

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

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

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

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

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

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