

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

20 mars 2023

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Si tu me vois, pleure*

L'absence de pluies sur les terres françaises et européennes depuis janvier sera peut être compensée par des tombées post-hivernales. Elles seront absorbées par la végétation si le facteur crucial de la température ne provoque pas d'évaporations intempestives. Mais elles ne rechargeront pas les nappes. Un phénomène que l'on retrouve à l'autre bout de la planète, dans la région du Yunnan, devenue l'un des plus grands centres de production d'aluminium, par la volonté de Pékin dans son pilotage de moindre carbonation industrielle en ligne avec la notion de « civilisation écologique » rappelée en 2017 par le président Xi Jinping.

Cette région chinoise est ainsi devenue une championne mondiale sur cette matière grâce à son bouquet énergétique et notamment hydroélectrique au 4/5. Or, conséquence de ce manque d'eau, les capacités installées ne peuvent tourner à pleine capacité et le prix de la tonne grimpe à la bourse des métaux de Londres ou sur les marchés à terme de Shanghai. Car les autorités chinoises rationnent l'électricité et ordonnent à leurs manufactures locales de baisser leur cadence de production tout comme elles pilotent leur aménagement du territoire... Une dépendance certaine alors que la production d'alumine est dominée par la Chine (60%) et que l'augmentation de la demande en aluminium rend critique la maîtrise de l'approvisionnement en bauxite, minerai pour lequel la Chine est le 3ème producteur (16%) derrière l'Australie (29%) et la Guinée (22%) .

L'aluminium est donc un métal à forte empreinte carbone et émission de gaz à effet de serre du fait de son caractère particulièrement électro-intensif lorsque cette énergie est d'origine fossile. Plus elle est soutenue par une énergie décarbonée, moins cette dite « empreinte » est profonde. Un défi pour les gouvernants, un dilemme aussi ! Car l'aluminium est aussi un métal critique pour les technologies de la transition écologique. Il est indispensable aux cathodes de batteries, aux piles à combustibles à hydrogène, aux pales des éoliennes, aux onduleurs des panneaux photovoltaïques, et à tous les raccordements d'infrastructures électriques.

L'exemple de l'aluminium est représentatif de l'imbrication des enjeux, parfois contradictoires, qui se présentent devant les pouvoirs politiques en quête de souveraineté. C'est l'une des illustrations qui sera présentée dans nos prochaines Perspectives Economiques et Financières titrées « de la fin du multilatéralisme à la fin du libéralisme ».

* « Si tu me vois, pleure » : inscription sur une « pierre de la faim », le long de l'Elbe. Les « pierres de la faim » gravées ne sont visibles au fond d'un lit de fleuve que lorsque le niveau de l'eau est particulièrement faible.

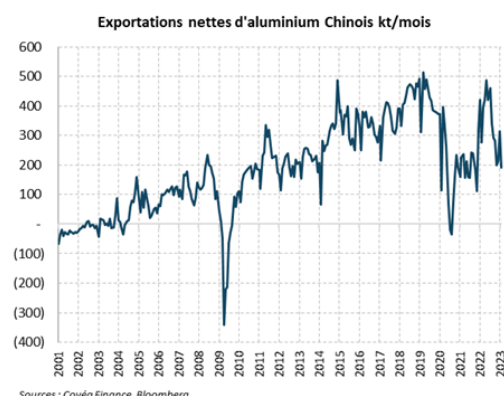
Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Focus de la semaine

« un exemple représentatif de l'imbrication des enjeux parfois contradictoires... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	17/03/23	17/03/23	T-12 mois	17/03/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,067	1,067	1,109	0,0	→ -3,8 ↓
€ / £	0,876	0,876	0,844	0,0	→ 3,8 ↑
€ / Yen	140,67	140,67	131,54	0,0	→ 6,9 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	73	73	107	0,0	→ -31,6 ↓
Indice CRB*	543	543	626	0,0	→ -13,3 ↓
Prix de l'once d'Or	1 974	1 974	1 943	0,0	→ 1,6 ↑
Prix de la tonne de cuivre	8 580	8 580	10 243	0,0	→ -16,2 ↓
Indice Baltic Dry**	1 535	1 535	2 588	0,0	→ -40,7 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	910	910	4540	0,0	→ -80,0 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice 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. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai

Analyse de l'évolution des marchés

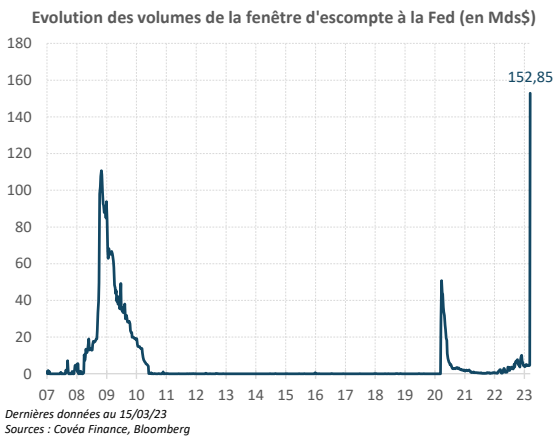
Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Au cours de la semaine écoulée, les marchés obligataires ont focalisé leur attention sur les systèmes bancaires américain et européen plaçant les données macro et la réunion de la BCE au second plan. La baisse des taux observée depuis jeudi 9 mars au soir s'est poursuivie au cours de la semaine avec de fortes amplitudes au fil des communiqués des différentes autorités. La mention dans le rapport annuel de Crédit Suisse de manquements dans la mise en place d'un processus d'évaluation des risques en 2021 et 2022 suivie du refus de l'actionnaire principal, la Saudi National Bank, d'injecter du capital alors qu'il en détenait déjà pratiquement 10%, a nécessité une action rapide de la Banque Nationale Suisse qui a accordé une facilité de liquidités pouvant atteindre 50 Mds CHF. Signe d'une crise de confiance, les clients auraient également retiré jusqu'à 10 Mds CHF par jour durant la dernière semaine. In fine, sur la référence à 10 ans, l'amplitude de la baisse sur la semaine pour l'ensemble des pays européens, le Royaume-Uni et les Etats-Unis est de 30 à 40 pbs et de 12 pbs au Japon. Sur le marché du crédit européen, les primes de risque s'écartent de 23 pbs à 4.32% pour la catégorie investissement et 42 pbs à 8.05% sur le haut rendement.

Le Focus de la semaine : Le dilemme de la réserve fédérale américaine : entre inflation et stabilité financière

La Réserve Fédérale américaine (Fed) a amorcé son resserrement monétaire il y a maintenant un an. Depuis, elle a monté ses taux directeurs de 450 points de base (pbs) à 4,75%. Au mois de juin 2022 elle a également entamé la réduction de son bilan, qui avait atteint un plus haut à 8500Mds\$, par le non-reinvestissement d'une partie des titres qui arrivaient à échéance. Dans son processus de normalisation, la Fed a un contrôle sur l'actif de son bilan. En revanche, elle ne peut qu'influencer son passif. Pour le moment, la réduction du bilan est principalement visible sur les réserves bancaires. En 2022, les réserves des banques domestiques ont chuté d'environ 1000Mds\$. Une partie de cette baisse des réserves est expliquée par un transfert des dépôts bancaires vers les fonds monétaires, ces derniers ayant répercuté plus rapidement les hausses de taux. Les banques font donc face à plus de concurrence pour leurs dépôts. Des réserves bancaires trop faibles peuvent conduire à des tensions du financement interbancaire et remettre en cause la stabilité financière et l'action de la Fed. Le cas de Silicon Valley Bank (SVB), dont la baisse des dépôts a contribué à accélérer la chute, montre qu'il peut suffire de quelques acteurs concernés pour que la confiance disparaisse et que le système entier soit ébranlé et remis en cause. A la suite de l'effondrement de SVB, le financement sur le marché interbancaire américain s'est fortement détérioré, traduisant une perte de confiance entre banques qui demandent une rémunération plus importante pour leurs prêts, même à court terme. Pour le moment, la réponse de la Fed à ce dysfonctionnement du marché interbancaire a été de faciliter l'accès des banques à la liquidité à la fois via ses facilités habituelles, notamment la fenêtre d'escompte, et la mise en place de nouvelles facilités. Ainsi, le 12 mars 2023, la Fed a annoncé la mise à disposition de liquidités supplémentaires via un nouveau programme, le « Bank Term Funding Program » (BTFP) qui propose des prêts jusqu'à un an à un coût faible, en échange de toutes garanties éligibles aux opérations habituelles de prise en pension de la Fed (bons du Trésor américain, dettes d'agence, titres adossés à des créances hypothécaires...). Les actifs éligibles pour les garanties seront évalués au pair, éliminant ainsi la nécessité pour les institutions de réaliser des pertes sur des titres de haute qualité en période de tensions financières. Les données bilantielles de la Fed publiées la semaine dernière montrent que depuis la chute de SVB, l'utilisation par les banques des différentes mesures d'urgence a représenté plus de 300Mds\$, soit environ la moitié de la réduction du bilan de la Fed depuis le mois de juin. La Fed se retrouve donc face à un dilemme important entre deux de ses mandats : continuer sa politique monétaire restrictive pour lutter contre l'inflation au risque de mettre en péril la stabilité financière ou ralentir voire arrêter son resserrement monétaire pour garantir la stabilité financière au risque de voir l'inflation repartir à la hausse... Un dilemme débattu lors de nos dernières Perspectives Economiques et Financières de vendredi dernier.



Marie Edmée de Monts

Responsable d'équipe Gestion OPC Taux



Mathilde Gazier

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	17/03/23	J-7	09/11/22	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/22	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	4,75	4,75	4,00	4,50	0,50	0,00	0,75	0,25	4,25		
BCE - Taux Repo	3,50	3,00	2,00	2,50	0,00	0,50	1,50	1,00	3,50		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,00	2,50	1,50	2,00	-0,50	0,50	1,50	1,00	3,50		
Banque d'Angleterre	4,00	4,00	3,00	3,50	0,75	0,00	1,00	0,50	3,25		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	3,43	3,70	4,09	3,87	2,17	-27	-66	-45	126	-41	19
Allemagne	2,11	2,51	2,17	2,57	0,39	-40	-6	-46	172	-26	4
France	2,68	3,01	2,69	3,12	0,84	-33	-1	-43	185	15	32
Italie	4,05	4,32	4,29	4,72	1,90	-27	-23	-66	215	100	15
Royaume-Uni	3,28	3,64	3,46	3,67	1,57	-36	-17	-39	172	6	47
Japon	0,29	0,41	0,25	0,42	0,21	-12	4	-13	8	37	101
Crédit											
Indice Itraxx Main	100,5	82,4	107,2	90,6	70,2	18,1	-6,7	9,9	30,4		
Indice Itraxx Crossover	493,0	426,3	523,1	474,1	334,3	66,7	-30,1	18,9	158,7		

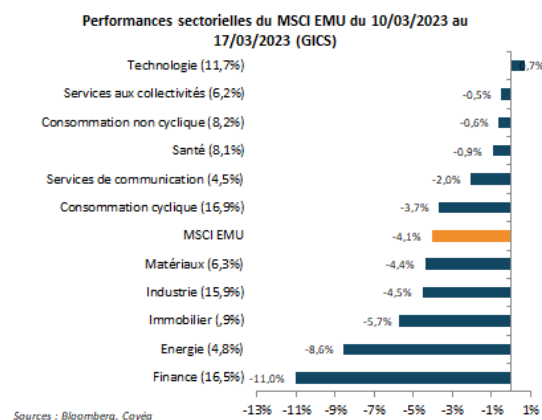
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché action européen (MSCI EMU dividendes non réinvestis) abandonne -4.1% pénalisé par les répercussions de l'effondrement de Silicon Valley Bank et Signature Bank. De plus, la baisse de l'action Crédit Suisse entraîne dans son sillage l'ensemble des banques européennes, à l'image de Commerzbank (-19.5%), Société Générale (-16.9%) et ING (-14.8%), mais également les valeurs de l'assurance comme Aegon qui perd 16.2%. Le secteur de l'énergie a été pénalisé par la baisse des cours du Brent qui perd plus de 10% à 73\$, à la suite des remous dans le secteur bancaire accentuant les craintes de récession. Les secteurs les moins sensibles à l'activité économique ont logiquement surperformé dans le sillage de la baisse des taux longs, à l'image des services aux collectivités (-0.5%), de la consommation non cyclique (-0.6%) et de la technologie (+0.7%). Ainsi, Adyen (+4.1%), Dassault Systèmes (+3.8%) et Nemetschek (+3.8%), trois sociétés de ce dernier secteur figurent parmi les cinq meilleures performances de la semaine.



Le Focus de la semaine : la « réduflation »

Les chiffres d'inflation continuent d'afficher des niveaux élevés en février (+14.5% pour les prix alimentaires en France), impactant fortement le budget des ménages, mais pas seulement. Les entreprises sont également confrontées à une forte hausse de leurs coûts de production et peuvent y faire face de trois manières : 1) augmenter leurs prix de vente, mais le consommateur risque de choisir d'acheter les produits concurrents ; 2) « reformuler » le produit avec des ingrédients moins coûteux (mais cela prend du temps) ; 3) baisser la quantité de produit et/ou la qualité (réduisant ainsi les coûts de production) tout en gardant le prix de vente inchangé. Une pratique destinée à masquer la hausse des prix au consommateur, ce dernier attachant davantage d'importance au prix affiché qu'au poids du produit. C'est ce phénomène que l'on appelle « réduflation » la contraction des mots « réduire » et « inflation ». Une technique bien connue des entreprises et qui ne date pas d'hier (les empereurs romains remplaçaient déjà certains métaux comme l'or et l'argent dans les pièces de monnaie par d'autres métaux moins coûteux), mais qui s'est amplifiée récemment avec l'envolée des coûts de production.

La « réduflation » est en quelque sorte la face cachée de l'inflation, car le consommateur peu attentif ne le remarquera pas (sauf en regardant le prix au kilo). De plus, s'il est parfois possible de constater à l'œil nu la diminution de la quantité d'un produit, certains industriels ne manquent pas d'inventivité pour la camoufler (quelques feuilles en moins dans un rouleau d'essuie-tout...). Par exemple, le fabricant d'une bouteille d'eau qui réduit la contenance de 8% de 1.25L à 1.15L (avec un prix de vente inchangé) augmente en réalité le prix au litre de +9%. Et lorsque le consommateur le remarque (ce fût le cas de Mondelez avec Toblerone en 2017), le fabricant fait marche arrière afin de ne pas ternir sa réputation.

La « réduflation » permet donc aux entreprises de faire face, en partie, à la hausse des coûts de production, sans provoquer de chocs de prix pouvant entraîner une baisse importante de la demande. Si la tentation d'y avoir recours est donc grande en période inflationniste, il ne faut pas surestimer l'ampleur de cette stratégie commerciale sur le long-terme. En effet, si les hausses de prix réalisées en 2022 par les entreprises agro-alimentaires (Nestlé, Danone...) ont été importantes (avec un impact positif sur les profits, mais au détriment des volumes), ces dernières misent avant tout à long-terme sur une stratégie de montée en gamme (amélioration du mix de ventes) et de croissance des volumes. Dans un environnement de plus en plus volatil et incertain, il est donc important de continuer à privilégier les entreprises bénéficiant d'une capacité de résistance forte en termes de maintien des profits (grâce à leurs capacités de hausses de prix) et de croissance des volumes tel que nous le décrivons dans nos dernières Perspectives Economiques et Financières.

Sébastien Levavasseur

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	17/03/23	J-7	09/11/22	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/22	30/12/22	sur 12 mois		
MSCI EMU	140	146	130	132	139	-4,1	7,7	6,0	0,6		
MSCI EMU Mid Cap	921	975	898	907	985	-5,5	2,6	1,6	-6,5		
MSCI EMU Small Cap	386	410	343	370	443	-5,9	12,3	4,2	-13,0		
MSCI Europe	147	152	141	143	150	-3,7	3,9	2,8	-2,6		
France CAC40	6 925	7 221	6 431	6 474	6 613	-4,1	7,7	7,0	4,7		
Allemagne DAX30	6 019	6 288	5 589	5 693	6 058	-4,3	7,7	5,7	-0,6		
Italie MIB	25 495	27 282	23 780	23 856	24 124	-6,6	7,2	6,9	5,7		
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 335	7 748	7 296	7 452	7 385	-5,3	0,5	-1,6	-0,7		
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 375	8 762	8 280	8 417	8 756	-4,4	1,1	-0,5	-4,3		

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les marchés terminent la semaine en légère baisse, les marchés chinois affichant les meilleures performances, en lien avec le discours du nouveau premier ministre chinois, M. Li Qiang. Ce dernier a rassuré les investisseurs en ce qui concerne la volonté de soutien du gouvernement envers la consommation des ménages et le secteur privé. A l'inverse, le Japon se replie sensiblement en raison de la contribution très négative des valeurs financières. Parallèlement, on notera la réponse du gouvernement coréen au plan IRA américain, consistant dans un projet de création du plus grand complexe de semiconducteurs au monde, financé par \$230 Mds du secteur privé sur 20 ans. Ce projet fait partie d'un plan d'incitations plus larges destiné à attirer plus de \$400 Mds d'investissements dans les puces, les véhicules électriques, les batteries, les robots, les écrans, et la biotechnologie.

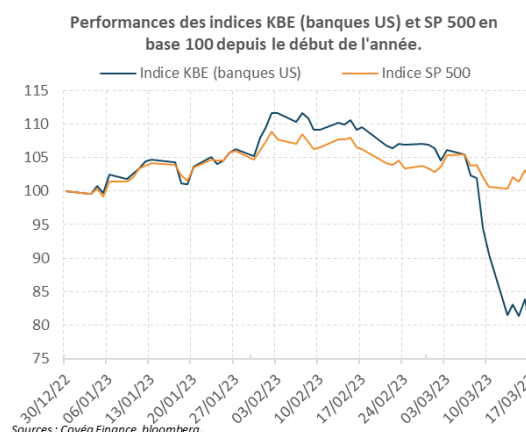
Aux Etats-Unis, malgré la crise du secteur bancaire induite par la faillite de deux banques régionales, les indices américains clôturent la semaine en légère hausse, portés par les espoirs d'un changement de politique monétaire de la Fed en faveur de la stabilité du système financier. Dans ce contexte difficile, les rendements obligataires se sont détendus, favorisant les secteurs de croissance (technologie, services de communication) et défensifs (services publics). A l'inverse, les compartiments plus cycliques sont en recul sensible, en particulier l'énergie et les matériaux de base. Au cœur de la tourmente, les financières perdent 6.1%.

Le Focus de la semaine : Malgré les interventions de la Fed et de la FDIC, une situation bancaire qui reste très tendue

Alors que la semaine avait débuté par la garantie illimitée des dépôts des banques en faillite (FDIC) et la possibilité pour les autres de venir déposer leurs actifs à la Fed contre du cash (programme BTFP), les investisseurs n'ont pas été pleinement rassurés.

Dans l'absolu, la mesure de refinancement à la Fed permet aux banques d'apporter des emprunts d'Etats ou des MBS à leur valeur nominale (sans impact sur les fonds propres en cas de décote liée à la hausse des taux). Néanmoins, quoique puissante et déjà utilisée par certaines banques, cette mesure n'a pas permis de redresser les cours de bourse d'un certain nombre d'institutions financières, notamment des banques régionales. Ces dernières continuent de souffrir d'une fuite des dépôts (siphonnés vers les très grandes institutions financières) qui, même compensée par des lignes de liquidités à la Fed, pose la question de la qualité et la stabilité de leur modèle bancaire à long terme : est-il durablement sain de compenser une fuite des dépôts par un refinancement à la Fed en apportant un collatéral qui n'est pas valorisé à sa juste valeur ? Doit-on désormais assumer que les banques régionales détenant le plus d'actifs détenus à maturité (y compris dits de « haute qualité » au sens de la réglementation bancaire) se refinancent de façon permanente à la Fed pour faire face aux demandes de retrait des dépôts ? Nos travaux récents mettent en avant le côté intenable d'un tel système à long terme.

Des évolutions réglementaires sont inévitables et impacteront les fonds propres des banques régionales, leur rentabilité, leur capacité de distribution aux actionnaires et sans doute même leur capacité à financer l'économie ; la déréglementation bancaire opérée ces dernières années a vécu.



Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Amérique et Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	17/03/23	J-7	14/03/2023	30/12/22	T-12 mois	J-7	14/03/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	14/03/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	3 917	3 862	3 919	3 840	4 463	1,4	-0,1	2,0	-12,2	1,2	0,5	2,3	-9,1
Etats-Unis - Dow Jones	31 862	31 910	32 155	33 147	34 755	-0,1	-0,9	-3,9	-8,3	-0,4	-0,3	-3,6	-5,1
Etats-Unis - Nasdaq	11 631	11 139	11 428	10 466	13 894	4,4	1,8	11,1	-16,3	4,1	2,4	11,5	-13,3
Japon Nikkei 300	410	425	408	401	401	-3,6	0,4	2,1	2,1	-1,5	2,8	2,0	-4,4
Corée du Sud KOSPI	2 396	2 395	2 349	2 280	2 707	0,0	2,0	5,1	-11,5	1,4	2,9	1,7	-14,3
Chine - Shanghai	3 251	3 230	3 245	3 089	3 251	0,6	0,2	5,2	0,0	0,7	0,5	5,3	-4,6
Hong Kong Hang Seng	19 519	19 320	19 248	19 781	21 412	1,0	1,4	-1,3	-8,8	0,7	2,0	-1,6	-5,9
Marchés Emergents - MSCI	952	955	945	956	1 123	-0,4	0,7	-0,5	-15,3	-0,6	1,3	-0,2	-12,2

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« L'inflation se modère à pas comptés »

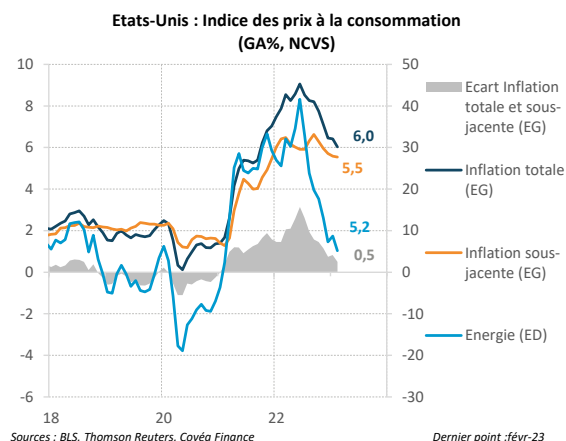
Le processus désinflationniste demeure lent aux États-Unis. Les prix à la consommation ont progressé de 0,4% en glissement mensuel, après une hausse de 0,5% le mois précédent. Les prix de l'énergie ont reflué de 0,6% sur le mois, tandis que les prix alimentaires poursuivent leur tendance haussière (+0,4%). **En rythme annuel, le taux d'inflation se modère à 6%, après 6,4% en janvier.** Hors alimentation et énergie, la dynamique reste soutenue, avec une hausse mensuelle de 0,5%, la plus élevée depuis septembre dernier. Si la composantes « biens » de l'inflation sous-jacente ne progresse pas sur le mois, les services sont eux en nette accélération (+0,6% sur le mois), tirés par l'hôtellerie (+2,3%) et les billets d'avion (+6,4%). La composante logement a de nouveau contribué significativement à cette dynamique (+0,8%), mais l'inflation hors énergie, alimentation et logement progresse également, de 0,2% comme le mois précédent. **En**

rythme annuel, l'apaisement de l'inflation sous-jacente est très progressif, la croissance passant de 5,6% à 5,5%. C'est le 3^{ème} mois consécutif où l'inflation cœur se situe sur ces niveaux. Du point de vue de l'objectif de stabilité des prix, cette publication justifie clairement la poursuite du resserrement monétaire pour la Réserve fédérale. Mais au vu des récents développements dans la sphère bancaire, les banquiers centraux doivent également prendre en compte les risques que le resserrement fait peser sur la stabilité financière, ce qui rend plus incertain le résultat de la réunion de politique monétaire qui se tiendra cette semaine, les 21 et 22 mars.

Par ailleurs, les signaux provenant des prix à la production étaient légèrement plus favorables en février. L'indice des prix a reculé de 0,1% en glissement mensuel, et la progression de janvier a été révisée en baisse. Sur le mois, le recul est lié à une baisse des prix de l'énergie (-0,2%) et de l'alimentaire (-2,2%). En dehors de ces deux composantes volatiles, les prix ont été stables. En rythme annuel, la croissance des prix à la production fléchit à 4,6%.

Du côté des ménages, la baisse des ventes au détail en février (-0,4% en glissement mensuel) reflète essentiellement un recul des ventes de véhicules (-1,8%) et de carburants (-0,6%). En dehors des composantes volatiles, les ventes sont toutefois restées bien orientées. Les ventes du groupe de contrôle (hors carburants, véhicules, matériaux de construction) progressent de 0,5% sur le mois et les estimations de décembre (-0,7%) et janvier (+2,5%) ont été révisées en hausse. La dynamique des ventes à distance a été particulièrement soutenues (+1,6%). En rythme annuel, les ventes affichent une croissance en valeur de 5,4%. Concernant les données d'enquête, la confiance du consommateur s'est dégradée en mars selon l'indicateur de l'Université du Michigan qui s'établit à 63,4 points, après 67 en février.

Les premiers indicateurs d'enquête dans le secteur manufacturiers publiés pour le mois de mars font part d'une poursuite de la dégradation



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Indice de confiance NFIB	févr.-23	90,9	90,3	98,8	92,4
Prod. Industrielle	févr.-23	-0,2	0,5	4,9	3,7
Permis de Construire - Résidentiel	févr.-23	-17,9	-27,3	17,7	-5,1
Mises en Chantier - Résidentiel	févr.-23	-18,4	-20,7	15,1	-3,2
Conf. des consommateurs - Michigan	mars-23	63,4	67,0	77,6	59,0
Ventes au détail	févr.-23	5,4	7,7	19,8	9,2
Inflation	févr.-23	6,0	6,4	4,7	8,0
Inflation sous-jacente	févr.-23	5,5	5,6	3,6	6,2

* Du 13/03/2023 au 19/03/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

de l'activité. L'indice *Empire State Manufacturing* de la Réserve fédérale de New York s'établit à -24,6, soit un repli de 18 points par rapport au niveau de février. Les sous-composantes livraisons, nouvelles commandes et emploi décrivent une dégradation sur le mois. Par ailleurs, l'indice manufacturier de la Réserve fédérale de Philadelphie progresse légèrement mais reste sur un niveau renvoyant à une contraction marquée de l'activité à -23,2 (le seuil de 0 sépare zone de contraction et de croissance pour ces indicateurs). Les composantes ne sont guère plus favorables (recul des nouvelles commandes, des livraisons et de l'emploi).

Les données en dur en provenance de l'industrie décrivent également un affaiblissement. La production industrielle a stagné en février, reflet de la conjonction d'une baisse de la production minière (-0,6%) et d'un rebond de la production des services aux collectivités (+0,5%). La production manufacturière enregistre une faible progression de 0,1%, confirmant une dynamique en ralentissement sur les derniers mois.

Dans l'immobilier, les données concernant le secteur résidentiel ont surpris à la hausse. Les permis de construire ont nettement rebondi en février (+13,8% en glissement mensuel), tirés à la fois par les maisons individuelles (+7,6%) et les appartements (+21%). Les mises en chantier se redressent aussi nettement (+9,8%). Cette brusque remontée intervient après des mois de déclin, il convient donc d'attendre les prochaines publications pour juger d'un réel changement de tendance.

Six grandes banques centrales ont annoncé une action coordonnée afin d'améliorer la fourniture de liquidité en dollars par le biais des lignes de « swap » permanentes en dollars. Ces accords permettent à une banque centrale d'obtenir des devises étrangères auprès de la banque centrale qui les émet et de les mettre à la disposition des banques opérant sur le marché domestique. La Réserve fédérale, la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse ont convenu d'augmenter la fréquence des opérations à échéance de 7 jours, qui passe d'hebdomadaire à quotidienne. Ces opérations quotidiennes débiteront le 20 mars et se maintiendront à ce rythme jusqu'à fin avril.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

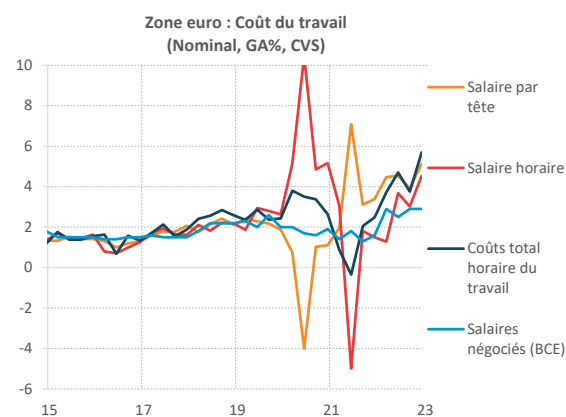


Suivi Macroéconomique

Europe

« Sur fond de tensions salariales croissantes, la BCE monte encore ses taux »

En Zone euro, la production industrielle a progressé de 0,7% en janvier par rapport au mois précédent, après avoir reculé de 1,3% en décembre. Ce rebond porte la croissance de l'activité industrielle sur un an à 0,9%, alors qu'elle s'affichait en contraction de 2,1% le mois précédent. Sur un mois, le rebond est concentré sur les biens intermédiaires (+1,5%), alors que la production des autres catégories de biens a reculé. Sur un an, en revanche, l'activité est en contraction de 5,3% dans les biens intermédiaires et de 7,6% dans l'énergie, alors que la hausse reste de mise pour les biens de consommation et pour les biens d'investissement (+8,2% sur douze mois).



Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Prod. industrielle	Vol, GA%	janv.-23	0,9	-2,1	8,9	2,2
RU	Taux de chômage	% de la pop. active	janv.-23	3,7	3,7	4,0	3,7

*Du 13/03/2023 au 19/03/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Signe des tensions observées sur le marché du travail, **les coûts salariaux horaires** (salaires et compléments) **ont nettement accéléré dans la zone euro** en fin d'année dernière. Ils étaient en hausse de 5,7% sur un an au quatrième trimestre, dont +5,1% pour les seuls salaires. Les statistiques du troisième trimestre ont été aussi revues en nette hausse, la progression des salaires étant revue de 2,1% à 3,0% et celle des coûts salariaux de 2,9% à 3,7%. Au quatrième trimestre, la hausse des coûts salariaux était de 4,4% dans l'industrie, de 6,9% dans la construction et de 6,2% dans les services, qui comprennent les services publics. **Ces statistiques confirment le risque d'endechement d'une boucle prix-salaires en Zone euro, risque mis en avant dans nos perspectives économiques et financières comme l'un des supports d'une inflation durablement plus élevée.**

La Commission Européenne a publié, la semaine dernière, plusieurs textes déclinant ses propositions présentées en février dans le cadre de son « Plan industriel du pacte vert » : 1) un projet de réforme du marché de l'électricité, qui vise -à la fois- à protéger les consommateurs des brusques augmentations des prix et à assurer de la visibilité pour les industriels afin qu'ils puissent investir pour le futur ; 2) un projet de régulation pour une industrie « net zéro (carbone) », dont l'objectif est de mettre en place un cadre simplifié et souple pour les investissements dans les technologies ciblées comme essentielles à la

transformation « verte » de l'industrie européenne ; 3) un projet de régulation destiné à assurer la sécurité et la régularité de l'approvisionnement en matériaux cruciaux pour la mise en œuvre d'une industrie « net zéro », qui comprend une liste de matériaux et des quantités minimales en provenance de l'UE à horizon 2030, la recherche de partenariats avec des pays producteurs de ces matériaux, ainsi que des mesures destinées à sécuriser l'approvisionnement comme une politique de stockage, mais aussi des éléments sur le développement des compétences nécessaires et un volet destiné à éviter que le développement de ces filières provoque des dommages environnementaux et/ou sociaux. Ces trois textes doivent désormais être discutés et approuvés par le Parlement et par le Conseil européens. Une communication a aussi été publiée sur la mise en place d'une « Banque Européenne de l'Hydrogène ».

Après les annonces de la BCE (voir focus page suivante), plusieurs membres du Conseil des gouverneurs de la banque centrale en ont assuré le service après-vente. Ainsi, François Villeroy de Galhau, gouverneur de la Banque de France a assuré que la décision de relever les taux directeurs de 50 points de base dans les circonstances actuelles était aussi un signe de confiance des autorités monétaires dans la solidité du système bancaire de la zone euro. Ses homologues slovaque et lituanien, Peter Kazimir et Gediminas Simku, ainsi que Pierre Wunsch -gouverneur de la Banque de Belgique, ont tenu, pour leur part, à faire entendre leur opinion : alors que la position officielle de la BCE est de ne pas s'engager pour les prochains mois en raison de la forte incertitude générée par les tensions des deux côtés de l'Atlantique, ils ont affirmé que le haut niveau persistant de l'inflation implique que la hausse des taux directeurs n'est pas terminée.

Au Royaume-Uni, des signes d'apaisement des tensions sur le marché du travail émergent, mais la croissance des salaires se maintient à des niveaux élevés. Même si le taux de chômage est resté inchangé et demeure à des niveaux bas à 3,7% en moyenne entre novembre et janvier, le taux de participation poursuit sa hausse et s'établit à 78,7%, un niveau qui se maintient en revanche toujours en deçà du niveau pré-covid. En miroir de la hausse du taux de participation, on note que le taux d'inactivité est en baisse et atteint 21,3%. Néanmoins, cette baisse récente s'explique par un recul du nombre de personnes en inactivité en raison d'études ou de la retraite, tandis que le nombre de personnes inactives pour cause de maladie longue durée poursuit sa hausse. Cette situation semble inquiéter le gouvernement britannique, qui, dans son budget de printemps, a présenté plusieurs mesures pour faire revenir une partie de la population inactive sur le marché du travail (cf. focus « Le nouveau budget britannique vise à sortir le pays de la stagnation économique »). En parallèle, on note un léger fléchissement de la croissance des salaires puisqu'ils sont en hausse de 6,5% en janvier après 6,7% en décembre, un niveau qui demeure toujours très élevé et interroge sur le risque de boucle prix-salaires.

La Banque nationale suisse (BNS) a mis en place des mesures d'urgence face aux craintes de faillite de Crédit Suisse. Le 15 mars, la BNS a annoncé mettre des liquidités à disposition de Crédit Suisse en cas de besoin, lui permettant d'emprunter jusqu'à 50Mds CHF. Néanmoins, cette mesure d'urgence n'aura pas suffi à écarter les risques de faillite. Quelques jours plus tard, UBS a annoncé le rachat de son concurrent, une opération rendue possible par les autorités suisses. Par ailleurs, la Ministre des Finances a annoncé qu'UBS va bénéficier d'une garantie du gouvernement de 9Mds CHF si des problèmes devaient être découverts dans des portefeuilles spécifiques de Crédit Suisse. En parallèle, la BNS a annoncé accorder une ligne de liquidité allant jusqu'à 100Mds CHF à UBS et Crédit Suisse, ainsi qu'une autre ligne de crédit -d'un montant de 100Mds CHF également- à Crédit Suisse, garantie par la Confédération dans le cadre d'un « mécanisme public de garantie des liquidités ».

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : La BCE confiante et vigilante

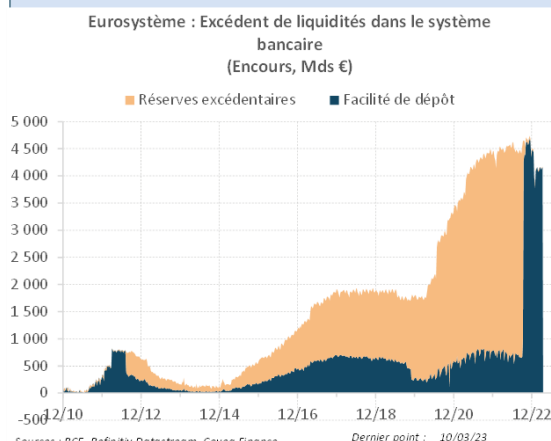
La BCE a décidé, ce jeudi, de s'en tenir à sa ligne et **de continuer à privilégier la lutte contre l'inflation**. Comme l'avaient laissé entendre les membres du Conseil des gouverneurs dans leurs déclarations jusqu'à la semaine dernière, une nouvelle hausse de 50 points de base des taux directeurs a donc été décidée, portant le taux de la facilité de dépôt à 3,00%, celui des opérations ordinaires de refinancement à 3,50% et celui de la facilité de prêt marginal à 3,75%.

Pour le moment, les banquiers centraux européens, par la voix de leur présidente, réaffirment leur engagement à lutter contre une inflation trop élevée pendant trop longtemps. C'est pourquoi le premier paragraphe du communiqué est consacré à la lutte contre l'inflation. Il y est affirmé, comme l'a détaillé Christine Lagarde lors de la conférence de presse, que les futures décisions en matière de taux d'intérêt seront prises en fonction de 1) l'évaluation des perspectives d'inflation, 2) de la dynamique de l'inflation sous-jacente et 3) de la transmission constatée de la politique monétaire.

Parallèlement, **la banque centrale se veut à la fois rassurante sur la résilience et la solidité du système bancaire de la zone euro, tant en termes de capital que de liquidité, dans le cadre des tensions actuelles et vigilante sur l'évolution de ces dernières et de leurs conséquences.**

Les responsables de la supervision des banques de la zone euro se sont réunis deux fois au cours de la semaine dernière et ont conclu qu'il n'y avait, pour le moment, pas de signe de contagion directe des difficultés observées aux Etats-Unis et en Suisse. Les membres du Conseil des gouverneurs rappellent néanmoins qu'ils disposent des outils pour intervenir si besoin était. De fait, les opérations ordinaires de refinancement, ainsi que la facilité de prêt marginale, sont aujourd'hui très peu -voire pas- utilisées par les banques, en raison de la persistance d'un important matelas de liquidités excédentaires.

On retrouve le discours tenu, par exemple en 2011, lorsque la BCE relevait ses taux en réponse à sa perception d'un risque d'accélération des prix mais, qu'en même temps, elle fournissait des liquidités en abondance à taux fixe. C'est aussi ce qu'a appliqué la Banque d'Angleterre face à la brutale montée de la défiance sur les marchés à l'automne ou ce que fait la Fed en réponse à l'épisode actuel de stress bancaire.



Par ailleurs, la prévision de croissance de la zone euro pour cette année a été revue à la hausse, à 1,0% (contre +0,5% en décembre dernier), en raison d'une meilleure résistance que prévu à un environnement international difficile et au recul des prix de l'énergie. En revanche, les attentes pour 2024 et 2025 ont été revues à +1,6% dans les deux cas, soit des baisses de 0,3 et 0,2 point par rapport aux prévisions précédentes.

Parallèlement, les prévisions d'inflation ont été revues à la baisse. Le changement est important pour 2023, avec une baisse d'un point de pourcentage de la prévision, à +5,3% de progression moyenne de l'indice des prix à la consommation de l'Union Economique et Monétaire. Pour les deux années suivantes, les révisions sont de 0,5 et 0,2 point, à 2,9% et 2,1%, respectivement. Mais ce recul de l'inflation totale ne reflète que le recul plus important qu'attendu des cours du pétrole et, plus globalement des prix énergétiques. L'inflation sous-jacente est en effet attendue plus élevée que dans les prévisions de décembre dernier, à 4,6% en moyenne cette année (contre 4,2%). Elle est toutefois également revue à la baisse pour 2024 (2,5% contre 2,8% précédemment) et 2025 (2,2% contre 2,4%). Cette baisse attendue de l'inflation sous-jacente est fondée sur l'atténuation progressive des chocs d'offre et sur l'impact du durcissement de la politique monétaire sur la demande.

Malgré ces constats, la hausse de 50 points de base des taux directeurs est justifiée par le constat que : « L'inflation devrait rester trop forte pendant une trop longue période. »

Attention, toutefois : ces prévisions ont été établies avant le début de l'actuel épisode de stress bancaire, qui augmente considérablement l'incertitude pour les prochains mois. Le surcroît d'incertitude justifie aux yeux de la BCE que les prochaines décisions de politique monétaire seront, plus encore qu'aujourd'hui, dépendantes des données économiques et plus particulièrement de l'orientation de l'inflation.

Nous surveillerons particulièrement ces prochaines semaines une augmentation éventuelle du recours des banques aux guichets de refinancement.

Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique



Focus : Le nouveau budget britannique vise à sortir le pays de la stagnation économique

Le Chancelier de l'Echiquier (Ministre des Finances) Jeremy Hunt a dévoilé le budget de printemps britannique, qui prévoit 22Mds£ de dépenses additionnelles pour l'année fiscale 2023/2024 (avril 2023– mars 2024). Ces dépenses supplémentaires ont été rendues possibles grâce à l'amélioration des perspectives économiques, qui a permis au gouvernement de Rishi Sunak de dégager 30Mds£ de marges de manœuvre budgétaires par rapport au budget de novembre. Certaines mesures resteront en place jusqu'en 2028, portant le total des dépenses à 90Mds£ sur 5 ans.

Le budget de printemps contient deux axes majeurs : la réduction de l'inflation et le soutien de la croissance via l'amélioration du taux d'emploi et une amélioration du cadre fiscal pour les entreprises.

i) Mesures de lutte contre l'inflation



Jeremy Hunt a annoncé prolonger certaines mesures déjà existantes pour protéger les ménages de la hausse des prix de l'énergie, pour un coût total de 9Mds£ pour l'année fiscale 2023/2024.

Depuis octobre 2022, les ménages bénéficient d'une garantie du prix de l'énergie (« *Energy Price Guarantee* », EPG), qui plafonne à 2500£ par an la facture énergétique du ménage britannique moyen. Cette mesure, qui doit rester en place jusqu'en avril 2024, devait initialement offrir moins de protection à partir du 1^{er} avril 2023, le plafond de garantie devant passer de 2500£ à 3000£ par an. Néanmoins, le budget de printemps prévoit que le plafonnement à 2500£ demeure en place pour 3 mois supplémentaires. Ainsi, le relèvement du plafond de garantie à 3000£ se fera au 1^{er} juillet.

Par ailleurs, le gouvernement va également maintenir les taxes sur les carburants à leur niveau actuel pour les 12 prochains mois.

ii) Mesures de soutien à la croissance via...



L'éducation et l'emploi

L'économie britannique souffre d'une pénurie de main d'œuvre qui demeure importante depuis la pandémie, pesant ainsi sur les perspectives de croissance. Selon le gouvernement, 6,7 millions de personnes demeurent en inactivité (en excluant les étudiants). Face à cette situation de plus en plus préoccupante, les mesures du budget de printemps visent notamment à dynamiser le marché du travail pour les prochaines années.

Le Ministre des Finances a dévoilé une réforme ambitieuse du système de garde d'enfants, afin de faire revenir sur le marché du travail les parents de jeunes enfants. Le gouvernement estime que 435 000 personnes en Angleterre ayant un enfant de moins de trois ans sont inactives et souhaite en conséquence étendre l'aide à la garde d'enfants. Ainsi, **30 heures par semaine de garde d'enfants gratuites seront proposées** (dans la limite de 38 semaines par an) aux parents ayant des enfants de plus de neuf mois et qui remplissent les conditions requises. Cette mesure sera mise en œuvre progressivement à partir d'avril 2024, et devrait coûter au total 17Mds£ au gouvernement pour les cinq ans à venir.

Par ailleurs, 2,5 millions de personnes sont en inactivité en raison d'une maladie de longue durée (+400 000 depuis décembre 2019). Le budget de printemps prévoit l'introduction d'un programme d'aide pour mettre en relation les personnes handicapées ou en maladie de longue durée avec des employeurs, ainsi que la mise en place de formations pour les aider à retourner sur le marché du travail.

Enfin, le gouvernement souhaite également inciter les travailleurs les plus âgés à retarder leur départ à la retraite. Pour cela, le budget de printemps prévoit une augmentation des allègements fiscaux sur les cotisations retraites.

Un environnement favorable aux entreprises

En septembre dernier, le gouvernement de Liz Truss souhaitait maintenir le taux d'imposition des sociétés à 19%, alors qu'une mesure votée sous Boris Johnson devait faire passer ce taux à 25% à partir d'avril 2023. Suite à la panique financière provoquée par ce budget, le gouvernement de Liz Truss avait fait machine arrière sur cette mesure.

Le budget présenté la semaine dernière par Jeremy Hunt confirme que le taux d'imposition passera bien de 19% à 25% en avril. Il prévoit néanmoins un avantage fiscal sur les investissements des entreprises, dont le coût annuel est estimé à 9Mds£. Ainsi, **les entreprises pourront déduire intégralement de leur montant imposable l'ensemble des investissements réalisés dans des installations, des machines ou certaines technologies.** Cette mesure sera en place pendant 3 ans, et le gouvernement a l'intention de rendre cette mesure permanente lorsque les conditions fiscales le permettront.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste

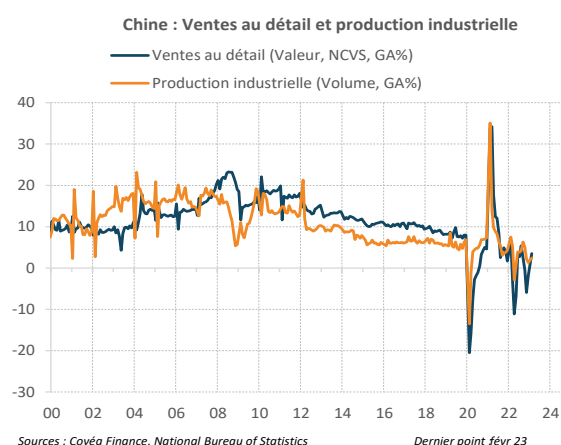


Suivi Macroéconomique

Asie

« L'économie chinoise se redresse avec la levée des restrictions sanitaires et le soutien des autorités »

L'activité chinoise affiche un rebond solide en janvier et février 2023 (les données sont publiées simultanément pour ces deux mois en lien avec la période fluctuante du nouvel an lunaire). Comme l'indiquaient déjà les enquêtes PMI et les données à haute fréquence, l'économie chinoise s'est libérée du poids des contraintes sanitaires. La demande domestique retrouve des couleurs à l'image du redressement des ventes au détail, en croissance de 3,5% en glissement annuel (GA) sur les deux premiers mois de l'année après la baisse de 1,8% enregistrée en décembre. Cette reprise est particulièrement visible dans les services (+5,5% en GA), qui bénéficient du rebond de la mobilité, mais aussi au niveau de certaines dépenses discrétionnaires, tels que les cosmétiques et bijoux, ce qui semble indiquer un redressement de la confiance des ménages. Sans surprise, les ventes de voitures ont en revanche baissé (-9,4% en GA) en lien avec la fin de la mesure de baisse d'impôt qui avait été mise en place sur le deuxième semestre 2022 pour soutenir l'activité.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	Exportations	Val, CVS, GA%	févr.-23	7,0	4,2	21,7
	Importations	Val, CVS, GA%	févr.-23	8,5	14,2	25,2
	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	févr.-23	5,5	3,1	4,9
CH	Prod. Industrielle	Val, NCVS, GA%	févr.-23	2,4	1,3	9,3
	Ventes au détail	Val, NCVS, GA%	févr.-23	3,5	-1,8	12,4

*Du 13/03/2023 au 19/03/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Si le redémarrage de la demande était largement attendu, la principale surprise positive de cette publication concerne les signes de stabilisation sur le marché de l'immobilier.

Les ventes d'habitations ont affiché un déclin de seulement 0,6% en GA sur les deux premiers mois de l'année alors que ce recul était de 30% au T4 2022. Les investissements dans le secteur restent significativement en baisse sur un an (-5,7% en GA) mais ce déclin est également bien moins prononcé qu'au T4 2022 (-16,3% en GA), ce qui reflète probablement les effets positifs des soutiens des politiques publiques, tant à l'offre qu'à la demande, ainsi que la réouverture de l'économie. Néanmoins, même s'il se confirme, le redressement du secteur devrait rester d'ordre conjoncturel. Le déclin démographique, la modération de la dynamique d'urbanisation et la volonté du gouvernement de réduire les niveaux d'endettement devraient continuer de peser durablement sur l'immobilier. Par ailleurs, les investissements sont restés bien orientés dans le secteur manufacturier (+8,1% en GA) ainsi que dans les infrastructures (+9% en GA), reflétant essentiellement les soutiens budgétaires et monétaires qui devraient rester conséquents en 2023 pour atteindre la cible d'environ 5% de croissance annuelle du PIB. En effet, **la Banque populaire de Chine a annoncé une nouvelle baisse de 25 pb du ratio de réserves obligatoires des institutions financières.** Effective à partir du 27 mars, cette mesure devrait porter la moyenne pondérée des ratios de réserves obligatoires de institutions financières à 7,6% selon la PBoC.

La production industrielle chinoise a également accéléré en janvier et février mais dans une moindre mesure (+2,4% en GA après +1,3% en décembre). L'industrie a profité de la dynamique solide des investissements dans les infrastructures et de la meilleure orientation du secteur immobilier, comme

l'illustre la vigueur de la production d'acier et des métaux non ferreux. Toutefois, certains secteurs restent exposés à la faiblesse de la demande internationale, telle que la production d'ordinateurs et d'équipements de communication qui se contracte de 2,6% en GA. En effet, dans les prochains mois, cette faiblesse de la demande internationale pourrait enrayer la reprise de l'activité. Malgré l'élan donné par la réouverture, le taux de chômage urbain affiche une légère hausse à 5,6% après 5,5% en décembre.

Sur le plan géopolitique, la Chine se rapproche encore davantage de la Russie. Xi Jinping se rendra en Russie du 20 au 22 mars pour rencontrer son homologue Vladimir Poutine. Dans la presse russe, le président chinois a qualifié cette première visite depuis le début du conflit en Ukraine de « voyage d'amitié, de coopération et de paix ». Ce rapprochement s'inscrit dans une dynamique plus large de polarisation économique et géopolitique du monde que nous soulignons dans le cadre de nos perspectives économiques et financières.

Au Japon, le solde commercial s'améliore en février. Les exportations ont progressé de 4,4% en glissement mensuel (ajustées des variations saisonnières), mettant fin à trois mois consécutifs de baisses séquentielles. En terme réel, la hausse mensuelle est de 1,5%, tirée par une augmentation très prononcée de 16,9% des exportations réelles vers la Chine. Ce dynamisme semble surtout refléter un rattrapage des échanges entre les deux pays après les perturbations associées au nouvel an lunaire en janvier. En outre, le commerce avec la Chine bénéficie de la poursuite de l'assouplissement des contraintes sur les chaînes d'approvisionnement avec la fin de la politique « zéro-covid ». Cette hausse mensuelle masque toutefois une dynamique toujours faible des exportations de biens d'équipement, en baisse réelle de 1,9% sur un mois. Face à la hausse des exportations, les importations affichent un recul mensuel de 6,2% en terme réel, favorisant ainsi une réduction du déficit à 6,8 Mds\$ en février après un point haut à 26,4 Mds\$ en janvier.

Selon la presse japonaise, le gouvernement serait sur le point d'annoncer un plan supplémentaire de 15 Mds\$ de soutien aux ménages. Face à l'accélération de l'inflation (4,2% en janvier), cette mesure devrait cibler les ménages les plus modestes via des envois directs de fonds – 227\$ par ménage auxquels s'ajouteraient 381\$ par enfant. En outre, les ménages japonais devraient bénéficier de hausses de salaires considérables à l'issue des négociations de printemps, comme l'indiquent les premières données sur les accords salariaux. Expansion budgétaire et hausses de salaires pourraient toutefois alimenter des pressions inflationnistes domestiques et favoriser une normalisation de la politique monétaire.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

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