

# Economie

## Dix questions sur 2019 – Calendrier annuel

Mercredi 02 Janvier 2019

**Bruno Cavalier** - Chef Economiste  
bruno.cavalier@oddo-bhf.com  
+33 (0)1 44 51 81 35

**Fabien Bossy** - Economiste  
fabien.bossy@oddo-bhf.com  
+33 (0)1 44 51 85 38

*Début 2019, l'opinion générale concernant l'orientation de l'économie mondiale est assez sombre, tout le contraire du début 2018. Dans l'intervalle, deux choses ont changé. Primo, les conditions monétaires sont plus strictes, sans être pour autant restrictives. Secundo, le commerce international est chahuté, du fait de la volonté du président Trump de s'en prendre à quiconque a un excédent de ses échanges vis-à-vis des US, c'est-à-dire presque tout le monde. Ces questions sur la liquidité et le commerce vont perdurer. Nous examinons ici ces sujets délicats et quelques autres (pétrole, politique européenne, succession de Draghi).*

### Tableau des principaux événements de 2019

Month	Central banks				Europe	Elections & Main events		International
	Fed	ECB	BoE	BoJ		US		
January	30	24	-	23*	Commons vote on Brexit deal (14 or later)	New Congress (3)		IMF world forecasts (21) Davos summit (22-25)
February	-	-	7*	-		Report on auto imports (17 or earlier)		
March	20*	7*	21	15	European Council (21-22) Brexit Day (29 or later)	US-China truce ends (1) Debt ceiling reinstated (2)		China National People's Congress (♣)
April	-	10	-	25*	Finland elections (14)			India elections (♣) IMF/WB meeting (12-14) IMF world forecasts (♣)
May	1	-	2*	-	EU Parliament elections (23-26) Belgium elections (26)			
June	19*	6*	20	20	Denmark elections (17) European Council (20-21)			G20-Finance (8-9) ECB Sintra forum (17-19) G20-heads of states (28-29)
July	31	25	-	30*				IMF world forecasts (♣)
August	-	-	1*	-		Debt ceiling reached (♣)		Jackson Hole symposium (♣) G7 meeting (24-26)
September	18*	12*	19	19				
October	30	24	-	31*	Portugal elections (13) European Council (17-18) Greece elections (20)	New fiscal year (1)		Canada elections (21) Argentina elections (27) IMF world forecasts (♣)
November	-	-	7*	-	ECB: new president (1) Commission: new president (1) Poland elections (♣)			Australia elections (2)
December	11	12*	19	19	EU: new president (1) European Council (12-13)			

\*meetings with new economic forecasts published

♣: date to be determined

#### Risque de conflits d'intérêts:

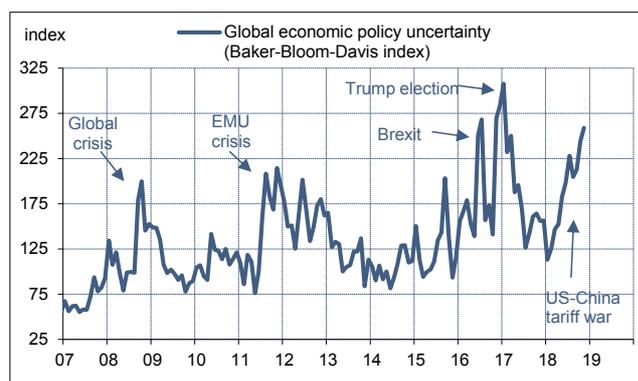
Oddo BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.  
Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



## 1) L'incertitude de politique économique va-t-elle refluer ?

L'année 2018 a été marquée par une hausse forte et presque continue de l'incertitude de politique économique à l'échelon global<sup>1</sup>. Les facteurs en cause sont variés. Ces derniers mois, il y a ainsi eu de nombreuses interrogations au sujet des actions futures des banques centrales (voir questions **Q5** et **Q6**), du marché pétrolier (**Q4**), ou encore du Brexit (**Q10**). Mais un thème a dominé tous les autres, peut-être car son intensité est sans équivalent depuis plusieurs décennies : c'est le thème du protectionnisme. Ce fut le terrain d'intervention principal du président américain en matière économique, avec une cible principale, la Chine, et des cibles secondaires presque partout ailleurs. Pour les principaux pays exportateurs que sont la Chine (**Q2**) et l'Allemagne (**Q3**), c'est leur modèle de croissance qui serait en partie menacé si les frictions commerciales venaient à se généraliser ou s'intensifier.

En ce début d'année, deux trêves sont en cours. L'une suspend l'extension des droits de douane à l'ensemble des importations US venant de Chine, l'autre évite d'augmenter les droits de douane sur le commerce automobile avec les États-Unis. D'ici quelques semaines, ces trêves pourraient cesser. Le protectionnisme est une idée profondément ancrée dans la tête de Donald Trump, qui y voit un moyen de relocaliser des emplois. Sa base électorale y est favorable et tous les conseillers réputés "globalistes" ont quitté son administration. Il ne reste que les faucons. Donald Trump est familier des volte-face en de nombreux domaines mais on imagine mal qu'il se convertisse d'un coup en suppôt du libre-échange. Cela étant, plus ces tensions commerciales se prolongent ou s'intensifient, plus grand est le risque qu'il y ait des répercussions négatives sur l'économie. Ce n'est bien sûr pas le souhait du président Trump d'aborder la campagne électorale de 2020 avec un pays en récession ou un carnage sur les marchés.



## 2) La Chine peut-elle résoudre ses conflits d'objectifs ?

Depuis 2010, la Chine est sur une trajectoire d'érosion graduelle de sa croissance (à l'exception d'un rebond en 2017). Chaque fois que ce ralentissement prend un tour un peu trop vif, les autorités annoncent des mesures de soutien. Par le passé, cela a consisté avant tout à ouvrir les vannes du crédit pour financer des infrastructures ou des capacités industrielles, même si cela ne répondait à aucun besoin. Il en a résulté une forte hausse de l'endettement. Selon la BRI, le crédit au secteur privé représente 205% du PIB en 2018, un ratio qui a doublé en dix ans. Dernièrement, les autorités ont été plus attentives à canaliser le crédit, surtout ses segments les plus opaques (*shadow banking*, *P2P lending*). Au final, on a eu une politique de *stop-and-go*, selon que la priorité était donnée au soutien à l'activité ou à la maîtrise de la dette.

Les tensions croissantes avec les États-Unis présentent un risque baissier sur l'activité, ce qui milite pour un nouveau "go". Depuis son pic cyclique en 2017, l'économie chinoise s'est affaiblie. La hausse du prix des maisons ralentit, comme l'investissement en construction. Le rythme d'activité dans l'industrie est tombé au plus bas depuis début 2016, celui des ventes au détail est au plus bas depuis 2003. Les ventes de véhicules ont reculé d'environ 15% depuis la fin 2017. La confiance des industriels flirte avec les seuils critiques (indices PMI juste au-dessous de 50pts). Les sanctions tarifaires mises en place par les États-Unis devraient accentuer la pression sur le secteur exportateur. Voilà pour les points négatifs. A l'inverse, il faut noter qu'à la différence de 2015 – la dernière fois que l'économie chinoise a connu un net coup de froid – la Chine est sortie d'une longue période de déflation des prix industriels. De plus, elle a regagné une certaine flexibilité sur le taux de change et enrayeré les sorties de capitaux. L'an dernier, la banque centrale a injecté plusieurs fois des liquidités dans le système bancaire pour

<sup>1</sup> Nous faisons référence aux travaux de Baker, Bloom et Davis qui ont construit des indices recensant dans la presse généraliste de chaque pays les articles relatant une incertitude de politique économique. L'indice global est une moyenne des indices nationaux, pondérée par les PIB des différents pays concernés. Voir [http://www.policyuncertainty.com/global\\_monthly.html](http://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html)



alléger des tensions ponctuelles. Si l'économie devait s'affaiblir nettement, les taux directeurs pourraient être réduits (ce qui n'a plus été fait depuis 2015). Pour l'instant, le plus probable est un soutien par des baisses d'impôt aux ménages et aux entreprises. Le processus budgétaire est opaque, comme presque tout le reste. Des annonces pourraient suivre la réunion annuelle du Congrès en mars.

**3) L'Allemagne (l'Europe) va-t-elle succomber aux chocs externes ?**

D'ordinaire, être une grande économie exportatrice est vu comme un avantage, mais en ces temps de tensions commerciales, c'est presque devenu un handicap. Sous cet angle, l'Allemagne est en première ligne. Elle a subi en 2018 l'affaiblissement de la demande venant de Chine (freinage), d'Italie (stagnation) ou de Turquie (récession), pour ne citer que trois pays. Elle est surreprésentée dans la production automobile mondiale et serait pénalisée si l'administration US imposait des droits de douane sur les importations de véhicules (Q1). Idem si le Brexit prenait un tour chaotique (Q10).

De 2017 à 2018, l'Allemagne a plus ralenti que le reste de la zone euro du fait de sa plus forte exposition à une demande extérieure qui allait en s'affaiblissant. La hausse moyenne du PIB réel est passée de +2.5% à +1.5% (zone euro, de +2.5% à +1.9%). Il ne faut pas oublier non plus qu'elle a subi plusieurs chocs transitoires affectant la production (nouveaux tests d'émission des véhicules au T3) et la logistique (bas niveau du Rhin au T4). Il y a là matière à des rattrapages. Plus fondamentalement, la demande intérieure ne montre pas de signes de grande faiblesse. Le marché du travail est proche du plein-emploi. Les revenus des ménages progressent. Leur pouvoir d'achat ne peut que profiter du reflux anticipé de l'inflation après la baisse des prix du pétrole. Le projet de budget prévoit un stimulus fiscal d'environ 0.5pt de PIB. Si besoin, les marges de manœuvre budgétaire sont bien plus larges.



**4) Le pétrole sera-t-il un frein pour la croissance ou un accélérateur ?**

Effondrement (18 mois), stabilité (18 mois), rebond (12 mois), rechute (3 mois), c'est à gros traits l'histoire du prix du pétrole depuis mi-2014. C'est peu dire qu'on est chahuté au gré des bouleversements technologiques (shale oil), des "manipulations" de marché (rôle de l'OPEC+) et des inévitables tensions géopolitiques (Moyen-Orient). La leçon à retenir est que le prix du pétrole brut ne tombe pas durablement plus bas que 40\$/b quand l'économie mondiale connaît un sérieux coup de froid (fin 2015) et ne monte pas plus haut que 80\$/b quand on craint de fortes perturbations de la production. En 2019 se dessine une modération de la croissance mondiale (et donc de la demande de pétrole), un facteur baissier déjà en partie intégré au prix actuel. Il est prévu aussi que l'OPEC+, surtout l'Arabie et la Russie, coupe sa production, un facteur haussier.

Les contrats futures envisagent une modeste remontée des prix vers 55\$/b sur le Brent. Si c'est le cas, c'est un niveau qu'on jugera favorable à la croissance mondiale. Cela écarte le scénario de choc pétrolier prolongé qu'on a pu craindre il y a quelques mois. Tout au contraire, on peut s'attendre à une modération des rythmes d'inflation dans les prochains mois, ce qui est positif pour le pouvoir d'achat des ménages et leur consommation. C'est ce qui s'était produit en 2016 et 2017. Comme toujours avec un choc de prix relatif, il y a des gagnants et des perdants. Du fait de la concentration de la production dans quelques zones, un prix du pétrole plus bas profite à une large fraction de l'économie mondiale.

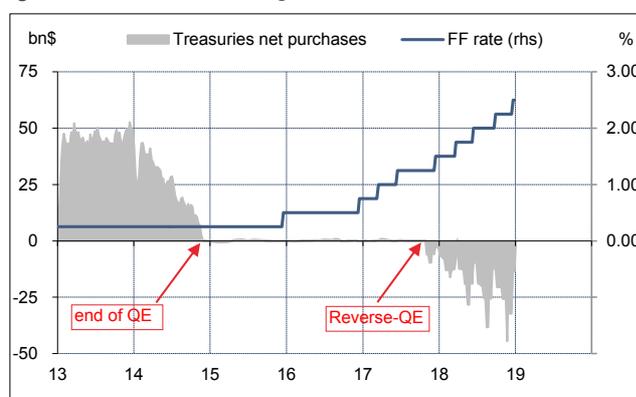
**5) La Fed va-t-elle réussir l'atterrissage en douceur de l'économie US ?**

Selon l'adage, le travail du banquier central est davantage un art qu'une science. Pour Jerome Powell et ses collègues, ce travail consiste à retirer le bol de punch alors que la fête bat son plein. Certains invités ne sont pas contents, en général les plus éméchés. Pendant dix ans, la politique monétaire US a été très accommodante. Après trois années de resserrement progressif, elle peut désormais être considérée comme neutre



mais pas restrictive (le taux directeur est proche de zéro en termes réels). S'arrêter là, c'est risquer de provoquer plus de tensions salariales sur le marché du travail et plus d'excès sur certains segments du marché de la dette, autrement dit pousser à la surchauffe. Durcir davantage, c'est risquer de casser la croissance et le crédit, avec en ligne de mire la récession. Au début 2019, il y a des arguments pour l'une ou l'autre de ces options. D'un côté, les conditions financières se sont tendues et la croissance dans le reste du monde a commencé à se modérer. De l'autre, l'activité, les conditions d'emploi et les dépenses des ménages aux États-Unis restent fortes. Les indicateurs prédictifs de récession (inscriptions au chômage, structure de la courbe des taux) sont loin de signaler un affaissement imminent.

Pour s'y retrouver, il est toujours utile de revenir au mandat de la banque centrale. Le chômage est plus bas que ce qui est souhaitable en régime de croisière mais l'inflation n'est pas tout à fait sur la cible. A sa dernière réunion, en décembre, la Fed a laissé entendre que le rythme de remontée des taux devrait ralentir (2 hausses en 2019 au lieu de 4 en 2018). Le repli probable de l'inflation début 2019 va lui permettre de patienter avant toute nouvelle hausse, le temps de mieux apprécier comment évolue la balance des risques. Concernant l'autre outil de politique monétaire, il n'est pas question pour l'instant de freiner ou stopper le dégonflement de son bilan. Au total, dans un environnement si incertain, la Fed ne veut plus éclairer la lanterne des marchés sur un horizon éloigné. L'ère de la *forward guidance* est bel et bien terminée à la Fed.



## 6) La BCE va-t-elle procéder à une première hausse des taux ?

Mario Draghi termine son mandat de huit ans à la fin octobre (Q8). On lui est redevable d'avoir sauvé l'euro à l'été 2012 et d'avoir évité que la déflation ne s'installe en 2015. Ce ne sont pas de minces réalisations. Il a réussi à faire partager ses vues à l'ensemble du Conseil des Gouverneurs, à l'exception du président de la BuBa. En un mot, il a rendu la BCE plus pragmatique et flexible. Nous pensons que cela lui survivra. La BCE a maintenant comme objectif de rendre sa politique plus normale. Pour ce faire, son modèle consiste à "imiter" la Fed, ce qui implique d'étaler ce processus sur plusieurs années, de segmenter et espacer chaque étape, de communiquer bien à l'avance ses intentions aux marchés financiers.

La BCE a stoppé l'expansion de son bilan à la fin 2018, près de quatre ans après la Fed. Elle va réinvestir totalement les actifs arrivant à maturité (la Fed a fait cela pendant trois ans). La prochaine étape est d'amorcer la sortie de la politique de taux négatif. Le débat sur la première hausse de taux n'est pas encore lancé au sein du Conseil, et à plus forte raison le rythme des hausses ultérieures. La faiblesse de l'inflation sous-jacente, au voisinage de 1%, ne pousse pas du tout à précipiter les choses. De surcroît, les indices de climat n'ont pas encore touché leur point bas. La balance des risques pointe vers le bas en zone euro (freinage de la demande mondiale, risques politiques type Brexit). Sans un redressement plus net de l'inflation, ce qui suppose aussi que la croissance revienne sur son potentiel, la BCE n'a pas de raison de modifier sa politique de taux. Le Conseil des Gouverneurs peut se donner plusieurs trimestres avant de préparer sérieusement une hausse des taux. Il n'est donc pas du tout impossible que Mario Draghi termine son mandat sans avoir jamais monté les taux directeurs.

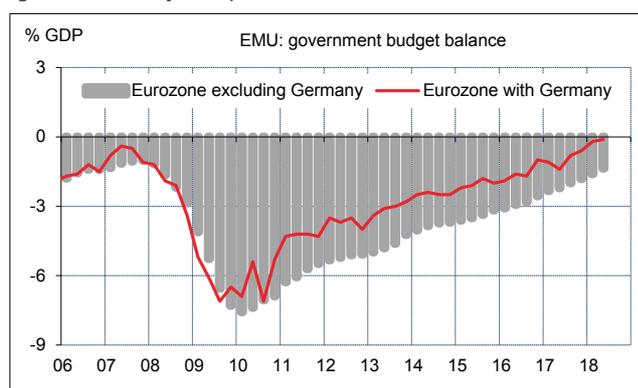
## 7) Peut-on envisager une relance budgétaire en Europe ?

Au sortir de la crise financière de 2008, le déficit budgétaire moyen de la zone euro a dépassé 7% du PIB. Ce n'est pas soutenable très longtemps. Presque partout ont donc suivi des politiques de rigueur budgétaire, certaines mal calibrées au point de différer la reprise et de ralentir le rétablissement des finances publiques. En 2018, le déficit public moyen en zone euro est proche de zéro, et si on exclut l'Allemagne (qui a de forts excédents), il avoisine 1%. Par comparaison, le déficit du budget fédéral aux États-Unis dépasse 4% et, au train actuel, il se dirige vers 6% du PIB en 2020. A première vue, l'Europe a d'importantes marges de relance pour éviter ou amortir un affaissement de



sa croissance. Dans le cadre institutionnel européen, les choix budgétaires ne sont pas coordonnés, et il n'y a pas de budget commun à des fins de stabilisation. Chaque pays peut, selon ses besoins, ajuster sa politique budgétaire sous réserve de respecter les règles du Pacte de stabilité. C'est là qu'est le problème. Ceux qui ont le plus besoin de flexibilité, actuellement la France et l'Italie, voient déjà les limites acceptables. Il leur faut convaincre la Commission qu'une relance ne remet pas en cause la solvabilité à moyen terme et qu'elle sert à accompagner des réformes, non à s'y substituer. Le gouvernement français est plus habile que le gouvernement italien en ce domaine.

En 2019, la politique budgétaire en zone euro va être modérément expansionniste. En incorporant les mesures fiscales françaises et italiennes, le stimulus approcherait 0.4pt de PIB. C'est bien inférieur au stimulus américain de 2018 (environ 1.4pts) mais le multiplicateur budgétaire est plus élevé en Europe qu'aux États-Unis (1 vs 0.5 environ) puisqu'on est plus éloigné du plein-emploi. De surcroît, les mesures envisagées sont destinées en large partie aux ménages. Enfin, l'effort de relance ne risque pas d'être "annulé" parce que la politique monétaire est resserrée. La BCE va conserver ses taux en territoire négatif sur la majeure partie, voire la totalité, de 2019.



## 8) A qui iront les places lors du grand "mercato" européen ?

Les élections au Parlement européen se dérouleront en mai prochain. Pour l'électeur lambda, quand il veut bien aller voter, c'est souvent l'occasion d'exprimer à peu de frais son mécontentement contre son gouvernement ou contre l'Europe. Le contexte actuel est propice à une large fragmentation du prochain Parlement. Ni le bloc des sociaux-démocrates, ni celui des conservateurs modérés n'aura la majorité absolue, pas plus, il va sans dire, que les différents partis "populistes" qui viennent souvent d'horizon très divers. D'après les premiers sondages, le centre-droit (PPE) resterait en tête mais n'obtiendrait qu'environ 20% des voix contre presque 30% en 2014. La grande coalition entre PPE et socialistes devra être élargie pour garder le contrôle du Parlement. Les eurosceptiques resteront en revanche largement minoritaires, et, faut-il le rappeler, il n'y aura plus de députés européens venant du Royaume-Uni.

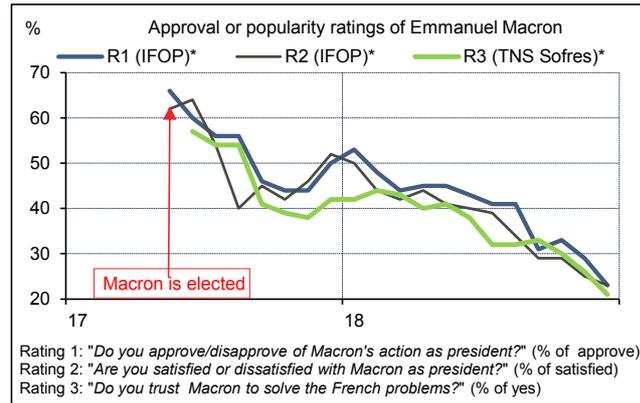
Au total, pour désigner le nouveau président du Parlement européen, il faudra en passer par des alliances et des compromis. Il en ira de même pour désigner les têtes de la Commission (actuellement Jean-Claude Juncker), du Conseil (Donald Tusk) et de la BCE (Draghi). Tous ces choix sont plus ou moins liés. Il faut trouver un délicat équilibre entre les couleurs politiques et les nationalités, en essayant de ne pas trop oublier les compétences. En théorie, selon le système des *Spitzenkandidaten*, la Commission revient au leader du principal parti du Parlement. Il n'est pas certain que cette règle s'applique surtout si le Parlement est très fragmenté. De plus les chefs d'État et de gouvernement voient d'un mauvais œil ce système qui les prive de leur prérogative dans ce choix. Par le passé, le président de la BCE a été désigné par suite d'une entente entre Allemands et Français (Draghi fut choisi par Merkel et Sarkozy). En ira-t-il toujours ainsi sachant que Merkel et Macron sont tous deux affaiblis ? A ce stade, Jens Weidmann, président de la BuBa, semble hors course, ayant même perdu le soutien de la Chancelière. Aucun candidat ne fait campagne de manière ouverte mais on prête beaucoup d'ambition au gouverneur actuel de la Banque de France.

## 9) Quel avenir pour Macron ?

Après son élection en mai 2017, Emmanuel Macron était présenté comme le sauveur de l'Europe et celui qui allait enfin réformer la France en profondeur. Une couverture de *The Economist* le présentait marchant sur l'eau. Aujourd'hui, il n'est pas rare que la même presse juge qu'il est fini, ou peu s'en faut. Il y avait deux parties bien distinctes dans son agenda de réformes, l'une à destination de l'Europe, l'autre pour la France. La première, il faut l'admettre, a donné peu de résultats, du fait d'un soutien plus que timide venant d'Allemagne. Ce n'est pas en 2019, année où l'on renouvelle tous les postes importants en Europe (Q8), que des avancées majeures vont se produire.



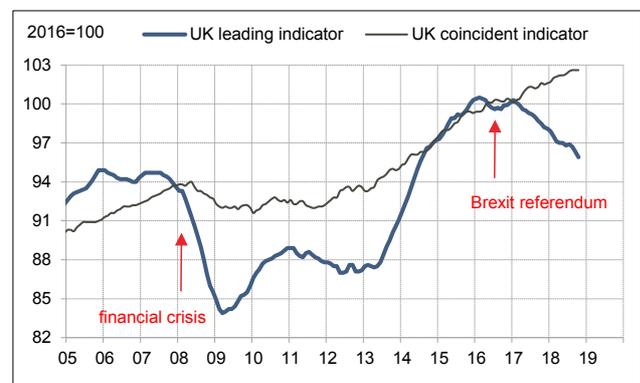
Concernant les réformes de la France, il y a eu plusieurs réalisations en 18 mois, sur la fiscalité, le marché du travail, les transports, le logement. Les "gilets jaunes" ont cristallisé sur la personne de Macron beaucoup de sujets de mécontentements. Sa cote de popularité est tombée très bas. Pour autant, dans les institutions françaises, le président a beaucoup de pouvoir, surtout s'il a, comme Macron, une très large majorité parlementaire. De plus, l'opposition est divisée entre différents partis. Elle est avant tout protestataire. Cela peut sans doute payer lors des élections européennes. Mais il n'y a pas d'alternance de gouvernement possible avec Le Pen ou Mélenchon. Pour que d'autres réformes se produisent (loi Pacte sur les entreprises, retraites), deux conditions sont requises. D'abord que la reprise se poursuive. Les mesures de soutien au pouvoir d'achat (+1.8% sur le T4 2018 et T1 2019) pointent dans cette direction. Ensuite que la réforme soit vue comme servant l'intérêt général, ce qui permet alors de surmonter les protestations et les grèves (exemple de la réforme de la SNCF).



### 10) Brexit, ça veut vraiment dire Brexit ?

Les deux ans et demi écoulés le référendum sur le Brexit ont été un long chemin de croix pour Theresa May, à ce jour toujours Premier ministre. Les espoirs de diviser l'Europe pour en tirer le maximum de concessions ont échoué. Les promesses d'une "Global Britain" libérée de tous les liens avec le continent se sont évaporées. L'accord de retrait signé avec l'UE a de quoi faire enrager partisans et opposants du Brexit. Pour les uns, car cet accord ne rompt pas la relation avec l'UE. Il ouvre une longue période de transition et, en cas d'échec de la négociation, prévoit de maintenir l'Irlande du nord dans le marché unique et le Royaume-Uni dans l'union douanière. Pour les autres, car cet accord présente moins d'avantages commerciaux que le maintien dans l'UE.

Le vote des Communes sur l'accord de retrait est prévu vers le 14 janvier, après avoir été différé. Sur le papier, il n'y a pas de majorité en sa faveur, mais il n'y en a pas non plus pour le scénario alternatif que serait un "no-deal Brexit". Malgré des plans de contingence, l'absence d'accord risquerait de causer de telles perturbations dans le commerce et la finance que l'économie plongerait en récession. C'est un scénario qui ne peut survenir que par accident et par suite de mauvais calculs politiques. Le risque n'est pas nul pensons-nous, mais il est faible<sup>2</sup>. L'arbre des possibilités a bien d'autres embranchements : nouveau gouvernement ? nouveau référendum ? ou nouvelles élections ? La plupart de ces options réclament de reporter de quelques semaines ou mois la date du Brexit officiellement fixée au 29 mars 2019.



<sup>2</sup> Voir notre Flash éco du 10 décembre 2018 : « Theresa May : carton jaune ou carton rouge »

**Disclaimer:****Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des États-Unis :**

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporate & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des États-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO. Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnelle de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

**Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des États-Unis :**

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporate & Markets, division d'ODDO. Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des États-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants des États-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnelle de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément aux exigences de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), Règle 15a-6 :

Conformément à la Règle 15a-6 (a)(3), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec une entité américaine sur les titres décrits dans cette recherche réalisée hors des États-Unis, sont effectuées par l'intermédiaire d'ONY. En tant que membre de la FINRA, ONY a revu ce document afin de pouvoir le distribuer aux investisseurs américains, conformément aux dispositions du 2241(h) du règlement de la FINRA applicable à la diffusion de l'analyse financière produites par ODDO.

Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporate & Markets ne détiennent effectivement 1 % ou plus de toute catégorie d'actions ordinaires de la société concernée ; A la date de publication de la présente étude, l'analyste d' ODDO BHF Corporate & Markets n'a pas été informé ni n'a eu connaissance de même qu'il n'a aucune raison d'avoir connaissance d'un quelconque conflit d'intérêts réel et significatif le concernant ou concernant ODDO, ODDO BHF Corporate & Markets, ou ONY à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;

ODDO BHF Corporate & Markets, ou ODDO peuvent, dans les trois prochains mois, percevoir ou réclamer une rémunération au titre de services de banque d'investissement auprès de la société objet de la présente étude, étant entendu qu'ONY ne sera pas partie prenante à de tels accords ;

Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporate & Markets, n'ont perçu une rémunération de la part de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois au titre de la fourniture de services de banque d'investissement à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;

Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporate & Markets, n'ont été le chef de file ni le co-chef de file d'une émission de titres par offre publique pour le compte de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;

ONY n'est pas teneur de marché (ni ne l'a jamais été) et, en conséquence, n'était pas teneur de marché pour les titres de la société objet de l'étude à la date de publication de cette dernière.

Réglementation AC (Regulation AC) :

ONY est dispensé des obligations de certification au titre de la réglementation AC (Regulation AC) pour la distribution par ses soins à un ressortissant américain aux États-Unis de la présente étude préparée par un analyste d' ODDO BHF Corporate & Markets car ODDO n'a pas de dirigeants ni de personnes exerçant des fonctions similaires ni des salariés en commun avec ONY et ONY conserve et applique des politiques et procédures raisonnablement destinées à l'empêcher, de même que toute personne exerçant le contrôle, tous dirigeants ou personnes exerçant des fonctions similaires, ainsi que des salariés d'ONY, d'influencer les activités de l'analyste d'une société tierce ainsi que le contenu des études préparées par un tel analyste tiers.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des États-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pouclainville@oddonny.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le site de la recherche de Oddo & cie.