

Relance européenne sur le pas de tir. Décollage prévu 2021

Mardi 21 Juillet 2020

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

<https://www.oddosecurities.com>

Les dirigeants de l'UE se sont enfin entendus sur le cadre budgétaire de l'UE de la période 2021-2027 et sur le "plan de relance" de 750Md€ qui lui est associé. Cette issue aurait été impensable il y a peu. C'est là un progrès indéniable. Par rapport au projet initial, des compromis ont dû être faits pour arracher l'accord des pays auto-proclamés frugaux. Le rabais de leur contribution au budget de l'UE est accru. La part des subventions dans le plan de relance est réduite de 66% à 52%. De la conception à l'accord, il a fallu deux mois. La mise en œuvre est prévue pour débuter en 2021, avec une montée en puissance en 2022-2023.

It's been a hard day's night (X4)

L'UE n'a pas d'outil de stabilisation budgétaire. Quand survient un choc, chaque État est supposé agir pour soutenir son économie. Deux problèmes apparaissent alors. Primo, il n'y a pas de coordination entre États. Secundo, la réponse de certains pays peut être bridée par diverses contraintes, institutionnelles (Pacte de stabilité) ou financières (taux d'endettement). On en vient alors trop souvent à espérer que la politique monétaire pourra surmonter les insuffisances de la politique budgétaire. Dans les faits, le résultat est que le *policy-mix* est déséquilibré, et partant sous-optimal¹.

La crise du coronavirus étant de nature à exacerber ces deux problèmes, une réponse budgétaire commune destinée à favoriser la reprise s'impose comme une nécessité. Ce constat-là est admis, mais ses implications pratiques n'ont rien de trivial. La réunion entre chefs d'État et de gouvernement s'est étalée sur cinq jours et quatre nuits pour aboutir à un accord sur le budget de l'UE et le "plan de relance"². Dans la suite de cette note, on passe en revue les grandes questions qui structurent ce débat.

➤ **Pourquoi la relance ?** – Cette question peut paraître absurde *aujourd'hui* vu ce qu'on sait du choc économique, mais il n'en allait pas de même il y a quelques mois. Au sommet du **26 mars**, certains dirigeants européens ne voyaient pas du tout l'utilité de mettre sur pied un soutien budgétaire destinée à aider les pays les plus touchés par la pandémie (souvent ceux ayant le moins de marge de manœuvre budgétaire). Par ailleurs, beaucoup ne voyaient dans cette idée qu'une manœuvre pour aboutir à une mutualisation des dettes existantes. L'idée de *coronabonds* était rejetée en particulier par la chancelière allemande et elle était qualifiée de simple "slogan" par la présidente de la Commission européenne.

En quelques semaines, le PIB a chuté dans des proportions qui sont parfois dix fois plus fortes que ce qu'on observe avec une récession-type durant plusieurs trimestres. Dans ses prévisions du 7 juillet, la Commission prévoit une contraction du PIB de 8.3% en 2020 à l'échelon de l'UE. Sous l'hypothèse que la pandémie reste sous contrôle, la reprise qui vient de s'amorcer se poursuivrait et le rebond serait de +5.8% en 2021. **Si tel est le cas, le niveau d'activité en 2021 serait 6% inférieur à ce qu'il aurait été s'il n'y avait pas eu la pandémie. Un tel accroissement de l'output gap requiert de mobiliser le plus de moyens possibles pour soutenir l'économie. Ce point n'est plus à débattre.** Il n'est pas exagéré de supposer que tout le monde aurait ainsi quelque chose à gagner. Ainsi, une économie comme l'Allemagne, si sensible à la demande extérieure, a intérêt à ce que l'UE, non seulement ne se désagrège pas (un Brexit, ça suffit), mais qu'elle renoue le plus vite et le plus durablement avec la croissance. Il est notable que le gouvernement allemand, souvent assez réticent sur ces questions, est devenu l'un de ceux qui poussent le plus ardemment pour mettre sur pied le plus vite possible un instrument de relance européenne³.

¹ Voir Flash éco du 28 mai 2020 : "La fin de l'Europe unijambiste ?"

² Voir : <https://www.consilium.europa.eu/media/45109/210720-euco-final-conclusions-en.pdf>

³ Voir Flash éco du 1^{er} juillet 2020 : "10 questions sur l'Allemagne"

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.



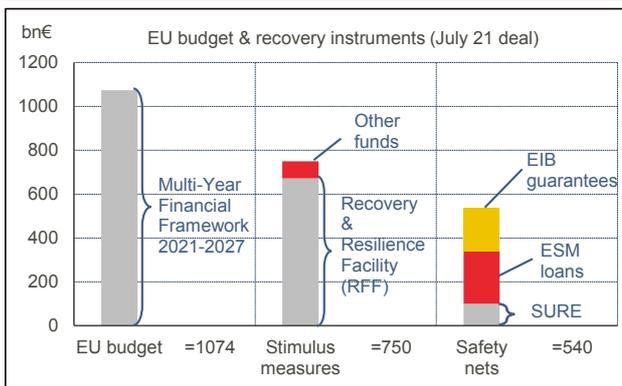
➤ **Comment faire ?** – Il va sans dire que l'UE n'avait pas constitué dans la phase haute du cycle économique des réserves permettant de répondre rapidement au choc causé par la pandémie. **D'une manière ou d'autre, la relance implique un surcroît d'endettement public. La question est de savoir qui s'endette, qui rembourse, et dans quelles conditions.** Après la crise financière de 2008, plusieurs pays de la zone euro ont bénéficié de programmes d'aide sous la forme de prêts à des taux bonifiés, ce qui était bienvenu à ce moment-là car ces pays voyaient les marchés de capitaux se fermer. Compte tenu de l'action de la BCE pour fait en sorte que les spreads entre pays ne s'écartent pas trop, cette option n'a plus grand intérêt. La mutualisation des dettes nationales n'est pas réaliste non plus pour des raisons politiques et juridiques. Aucun État ne peut être tenu responsable de la dette de son voisin (article 125 du TFEU).

Pour sortir de l'impasse, la Commission européenne a eu l'idée de mêler deux sujets distincts, la négociation du nouveau budget multi-annuel de l'UE pour la période 2021-2027 et l'élaboration d'un plan de relance⁴. Le plan de relance serait ainsi partie intégrante du nouveau cadre budgétaire. Pour ce faire, il est prévu que l'UE s'endette au-delà de ses ressources propres et alloue les ressources ainsi obtenues à la relance. Cette approche a l'avantage d'avoir un cadre juridique existant (article 122 du TFEU) et d'avoir déjà été suivie en 2010 quand fut créé l'EFSM, ancêtre provisoire de l'ESM. **En somme, pour sortir d'un problème insoluble (financer la relance), la Commission est venue le greffer sur un problème lui-même complexe, à savoir la négociation budgétaire multi-annuelle (voir annexe). L'intérêt de cette approche jointe est qu'elle permettrait de lever une dette commune qui ne serait pas imputée aux États-membres, du moins pour la partie distribuée sous forme de subventions.** Tout le reste est affaire de compromis sur la taille des instruments et sur leurs modalités d'utilisation.

➤ **Combien pour la relance ?** – Avant d'être une politique, la "relance" est un outil de communication. La relance est souvent présentée comme un remède-miracle, quitte à laisser de côté les aspects opérationnels (mise en œuvre, efficacité, conditions). Dans cette phase, le plus gros chiffre possible est désirable, si possible exprimé en trillions. On maximise ainsi l'effet de confiance. En période de crise, ce n'est pas forcément un point à négliger. **En ajoutant au budget européen tous les dispositifs associés, le chiffre est de 2 364Md€, qui se répartissent en trois blocs** (graphe de gauche) :

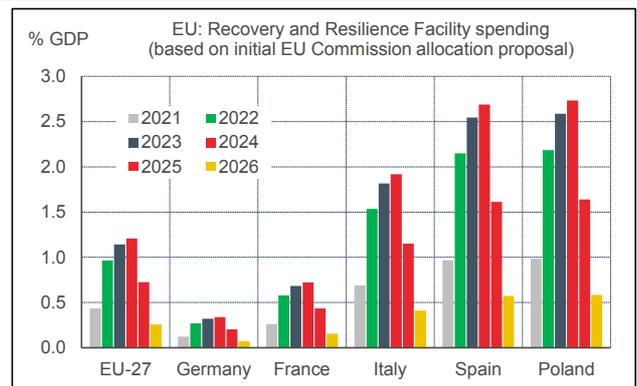
- le budget multi-annuel (MFF) de l'UE pour 1074Md€ ;
- différents dispositifs pouvant soutenir ou encourager des investissements de relance pour 750Md€, certains étant préexistants, d'autres nouveaux, dont le principal est la *Recovery & Resilience Facility* (RFF pour 673Md€) ;
- différents dispositifs servant de filet de sécurité pour 540Md€ : garanties de prêts par l'EIB, lignes de crédit pandémique venant de l'ESM, financement des dépenses de chômage partiel par la Commission (programme SURE).

UE : le budget et les instruments de reprise



Sources : EU, EC, Odo BHF Securities

UE : dépenses prévues du fonds de relance



Dans la réalité, cela n'a pas grand sens d'additionner ces sommes. Les divers outils ne répondent pas aux mêmes finalités, certains ne seront peut-être jamais mobilisés. Ainsi, à ce jour, aucun pays n'est très chaud pour demander une ligne de crédit spécial pandémie à l'ESM, dont le coût serait peu différent du financement sur les marchés.

Concernant la relance budgétaire proprement dite (ce que la CE désigne sous le vocable "Next Generation EU-NGEU"), la somme de 750Md€ ne correspond pas, il va sans dire, à une enveloppe de dépenses immédiates. Il y a là-dedans une partie destinée à être distribuée sous forme de prêts, une autre sous forme de subventions.

⁴ Voir Herszenhorn & al. (2020), "The coronavirus recovery plan that von der Leyen built", Politico, 16 juillet.



La proposition initiale de la Commission était d'allouer 500Md€ à la partie subventions, soit deux-tiers du total. Tous les grands pays, Allemagne en tête, et la plupart des autres étaient favorables à ce plan. L'opposition était représentée par les Pays-Bas et l'Autriche, et dans une moindre mesure par la Suède, le Danemark et la Finlande, pays qui s'auto-désignent comme " frugaux" !

Au fil des négociations, le montant total du "plan de relance" a été maintenu à 750Md€ mais la part des subventions a été réduite. Dans l'accord final, elle s'élèverait à 390Md€, en baisse de 22% par rapport à l'objectif initial. Il a donc fallu rogner sur de nombreux dispositifs adjacents au RFF qui étaient destinés à financer l'investissement, la recherche et l'innovation. Quant à la répartition par pays, elle reste à avaliser. La proposition initiale de la Commission était surtout favorable à la Pologne, l'Italie, et l'Espagne (graphe de droite, p.2).

➤ **Quelle gouvernance ?** – Il est parfaitement légitime que les fonds octroyés aux pays fassent l'objet d'un contrôle dans leur utilisation. D'ordinaire, c'est la Commission qui s'en charge, mais dans le cas présent, les pays soit-disant frugaux réclamaient que les décisions soient prises à l'unanimité du Conseil. Autrement dit, ils voulaient un droit de véto au cas où les fonds n'auraient pas été utilisés en ligne avec les objectifs communs (digitalisation, verdissement) et en l'absence de réformes structurelles. Cela ne pouvait que raviver le souvenir de la "troïka" (FMI, CE, BCE) dans les plans d'aide mis en place entre 2010 et 2015, avec cette différence qu'une troïka, comme son nom l'indique, permet une pluralité de vues⁵. Cette proposition, il va sans dire, était inacceptable. Elle servait juste à accroître le levier des pays dits frugaux dans la négociation.

Là encore, au fil des discussions, les chefs d'État et de gouvernement se sont efforcés d'aboutir à un compromis. D'une part, le rabais de contribution des pays dits frugaux au budget de l'UE a été augmenté. D'autre part, l'approbation des plans de relance sera décidée selon un vote à la majorité qualifiée⁶, et lors du versement des subventions chaque pays pourra activer un "emergency brake" s'il juge que les fonds sont mal utilisés. En pratique, cela consisterait à alerter le Conseil, qui serait alors tenu d'étudier le problème "de manière exhaustive" dans un délai de trois mois.

Comme si cela n'était pas assez compliqué, un autre sujet de gouvernance est entré en ligne de compte : c'est celui du respect de l'état de droit. Ce point devrait aller de soi dans les démocraties européennes mais le problème est souvent évoqué au sujet de la Pologne ou de la Hongrie. Il est fréquent de réduire la négociation européenne à une opposition entre Nord et Sud (vertueux vs laxistes) mais, dans la réalité, l'essentiel des transferts européens se fait de l'Ouest vers l'Est. Ce point n'est donc pas trivial. A ce stade, les autres pays, tellement désireux d'obtenir un accord, n'ont pas trop insisté sur le problème, mais c'est un sujet qui pourrait certainement recevoir plus d'attention lors du débat au Parlement européen.

➤ **Quel calendrier de mise en œuvre ?** – Le plan de relance de l'UE est conçu comme l'outil d'accompagnement de la reprise, non pas comme une réponse immédiate au choc que viennent de subir les économies. Pour cela, ce sont les actions nationales, en particulier les mesures de chômage partiel, qui ont été mobilisées. L'horizon, ce ne sont pas les cinq prochains mois mais les cinq prochaines années. En supposant que l'accord budget/relance soit ratifié par le vote des divers parlements, la mise à disposition des subventions et des prêts est prévue pour s'étaler de 2021 à 2023. **Pour le RFF, 70% des subventions devraient être engagés sur 2021 et 2022, et 30% en 2023. Les paiements associés devraient s'étaler sur une durée plus longue, allant jusqu'à fin 2026, avec une montée en puissance surtout visible de 2022 à 2024.**

➤ **Quelle utilisation ?** – Chaque État est supposé établir un plan national de relance détaillant les mesures à financer pour une période de quatre ans. Il devra être soumis pour examen de la Commission entre octobre 2020 et avril 2021. Le règlement créant le RFF précise qu'il doit s'agir de "réformes et investissements visant à redynamiser le potentiel de croissance". De surcroît, l'accord des dirigeants européens stipule que 30% des dépenses engagées dans le cadre budgétaire multi-annuel (MFF) ou dans le cadre de la relance (NGEU) doivent contribuer aux objectifs climatiques de l'UE (neutralité carbone en 2050). Ce sont là des lignes de conduite assez vagues. Quoi qu'il en soit, les programmes d'investissement seront du ressort de chaque État (sous réserve du contrôle des autres pays). Rien n'oblige les États à se coordonner. C'est un point de critique alors qu'on sait que de nombreux besoins d'infrastructures, par exemple dans le domaine des transports, implique des décisions dépassant le seul cadre national.

⁵ On a le souvenir de différences très fortes entre le FMI et la Commission dans la mise en œuvre des divers plans d'aide à la Grèce.

⁶ La proposition initiale de la CE était un système à la majorité qualifiée inversée, c'est-à-dire qu'il aurait fallu une majorité de pays pour bloquer le versement des subventions.



➤ **Quand et comment rembourser ?** – Qui dit capacité d'emprunt suppose aussi capacité de remboursement. La dette nette émise pour financer le plan de relance doit l'être avant la fin 2026. **Le remboursement est supposé débuter en 2028, et être achevé en 2058. Avec un horizon si éloigné, on comprend que les dirigeants européens soient restés assez flous sur les modalités. Il est sous-entendu que d'ici là les pays de l'UE auront pu lever de nouvelles ressources (voir annexe), mais aucune des pistes envisagées de va de soi.** Une **taxe carbone**, quelle que soit sa forme, s'inscrirait dans l'objectif de transition écologique mais on sait que le consentement de la population à ce type d'impôt ne va pas de soi (cf. l'exemple français des "gilets jaunes"). Une **taxe aux frontières** aurait l'avantage de mettre à contribution des pays moins vertueux au plan environnemental, mais ce serait prendre le risque d'accroître les frictions dans les échanges internationaux, sans compter d'éventuelles rétorsions contre l'UE. Il en irait de même dans le cas d'une **taxe numérique**, que les Européens souhaiteraient imposer aux géants technologiques étrangers/américains.

Encadré : Le financement du plan de relance

En général, l'Union Européenne ne finance pas ses dépenses en s'endettant sur les marchés, car son budget est censé être équilibré. Chaque année, elle couvre ses dépenses par trois sources de revenu. Primo, des ressources propres constituées principalement des droits de douane. Secundo, une petite part des recettes de TVA. Enfin, une contribution directe des États calculée en fonction de leurs PIB respectifs ; son montant est variable pour ajuster les revenus aux dépenses. Dans tous les cas, l'UE ne peut pas appeler des revenus que tant que ses ressources totales restent inférieures au plafond des ressources propres qui était fixé précédemment à 1.20% du PIB européen.

Légalement, rien n'interdit à l'UE d'emprunter sur les marchés, mais il faut que deux conditions soient remplies, d'une part que cette dette serve à financer des dépenses bien identifiées, et d'autre part que l'UE ait la capacité de revenus suffisante pour rembourser la dette^(a). Pour financer le plan de relance, la Commission entend ainsi utiliser l'article 122 du Traité sur le fonctionnement de l'UE qui stipule : « *Lorsqu'un État membre connaît des difficultés ou une menace sérieuse de graves difficultés, en raison de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle, le Conseil, sur proposition de la Commission, peut accorder, sous certaines conditions, une assistance financière de l'Union à l'État membre concerné. Le président du Conseil informe le Parlement européen de la décision prise.* » Nul ne niera le caractère exceptionnel de la situation présente.

Quant à la capacité de revenus, la Commission propose d'augmenter, pour cette unique utilisation, le plafond des ressources propres de 0.6 points de PIB. Ce chiffre comprend une certaine marge de sureté car si l'objectif est de rembourser la dette entre 2028 et 2058 avec un plafond annuel de 7.5% du principal total, cela donnerait un remboursement de 56 Md€ par an, soit 0.4 pt du PIB actuel. En pratique, le coût annuel sera sans moindre. Si les remboursements sont étalés uniformément sur les 30 ans alors en tenant compte de la croissance, il se situerait plutôt à 0.1 point par an.

Quand la Commission commencera le remboursement des emprunts (2028 selon l'hypothèse en cours), elle pourra soit augmenter la contribution directe des États, soit trouver de nouvelles ressources propres dédiées. Parmi les pistes évoquées, il y a celle d'une extension du marché du carbone aux secteurs maritimes et aérien (~10 Md€ par an), une taxe carbone aux frontières (entre 5 et 14 Md€ par an), une taxe sur les sociétés qui profitent le plus du marché unique (~10 Md€ par an), une taxe sur les entreprises digitales (1.3 Md€ par an). Ensemble, ces montants suffiraient à rembourser la dette du plan de relance. Si les États refusent de lui octroyer de nouvelles ressources, elle sera forcée d'augmenter les contributions directes. Le coût net par pays est très difficile à calculer. En l'état des choses, l'accord sur le plan de relance maintient le système de rabais (ou *lump-sum corrections*) qu'on s'accorde à trouver d'une grande complexité^(b). Après le départ du Royaume-Uni de l'UE, le principal pays bénéficiaire de ce système est les Pays-Bas (pour l'équivalent de 0.13% de son PIB, chiffre environ doublé post-accord du 21 juillet), devant la Suède, l'Allemagne, l'Autriche et le Danemark. Hormis l'Allemagne, on retrouve les quatre pays formant le groupe des "pays frugaux", les plus réservés vis-à-vis du plan de relance. C'est sûrement une pure coïncidence.

^(a) Voir Commission européenne (2020), Q&A : Next Generation EU - Legal Construction, 9 juin

^(b) Voir Darcas (2019), Who pays for the EU budget rebates and why?, Bruegel blogpost, 9 décembre



Disclaimer:

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

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & 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 Etats-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. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. 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.

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, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement 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.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes 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 Etats-Unis :

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-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. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. 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. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. 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.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement 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 n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlements des Etats-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddodny.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.