

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

9 mai 2023

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Mauvaises graines

Les céréales refont parler d'elles et nous rappellent leur nature politique. Les importations de blé tendre ukrainien ont été massivement soutenues par les exemptions de droits de douane en faveur de l'Ukraine décidées par l'Union européenne afin de faciliter leur transit vers des pays tiers. En effet, les anciennes voies d'exportation par la mer Noire ont été rendues inopérantes par le conflit en dépit des « corridors de solidarité » ou de « l'initiative céréalière de la mer Noire ». Or, ces céréales « subventionnées » depuis 2022 déséquilibrent aujourd'hui les marchés polonais, slovaques, hongrois, roumains et bulgares. Car cette production importée ne repart pas entièrement via les ports de Roumanie ou les quais du Danube et se retrouve pour partie dans les silos de ces marchés nationaux limitrophes. Et c'est pourquoi la Pologne, la Hongrie et la Slovaquie ont fait fi de la compétence exclusive de l'Union européenne en matière commerciale et décidé d'interdire unilatéralement ces importations pour quelques mois. Il en allait de leur cohésion nationale respective (leur secteur primaire agricole était menacé par une concurrence jugée déloyale) et de la protection de leur levier de souveraineté... Ainsi, l'Ukraine est devenue un facteur supplémentaire de dissensions au sein de l'Union, malgré les subventions et compensations débloquées par la Commission européenne.

L'Ukraine était réputée être le grenier à blé de l'Europe. Elle était surtout un garant de la sécurité alimentaire de nombreux pays partenaires : avant la guerre, le programme alimentaire mondial (PAM) des Nations-Unis achetait 50% de sa distribution à Kiev. Or la plupart des pays bénéficiaires n'ont pas de capacités de stockage pour ces produits céréaliers et leur stabilité alimentaire pourrait être mise en danger par une rupture totale du réseau d'acheminement dans le cadre d'un durcissement des sanctions économiques contre la Russie. L'Ukraine était le 4ème exportateur de céréales dans le monde derrière le Canada, les Etats-Unis et la Russie (1ère) et devant la France (5ème). Cette dernière a d'ailleurs failli perdre sa capacité à exporter par bateau ses céréales du fait de l'interdiction par l'Agence Nationale de Sécurité Sanitaire alimentaire (ANSES) des insecticides à base de phosphore d'aluminium, pourtant incontournables pour le transport maritime international de grains. Une solution a été trouvée in extremis grâce à l'inexistence d'une d'interdiction formelle au niveau européen et de l'exigence des pays d'accueil...

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



## Sommaire

**Analyse de l'évolution des marchés** p2

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

**Suivi Macroéconomique** p6

Etats-Unis  
Europe  
Asie

## Focus de la semaine

« ...et nous rappelle leur nature politique... »



| Nos clefs de lecture                                   | Niveaux  |          |           | Variations (en %) |             |
|--|----------|----------|-----------|-------------------|-------------|
|  | 05/05/23 | 17/03/23 | T-12 mois | 17/03/23          | sur 12 mois |
| <b>Marché des changes</b>                              |          |          |           |                   |             |
| € / \$   | 1,102    | 1,067    | 1,054     | 3,3               | 4,5         |
| € / £  | 0,873    | 0,876    | 0,853     | -0,4              | 2,3         |
| € / Yen  | 148,36   | 140,67   | 137,25    | 5,5               | 8,1         |
| <b>Matières premières et Transport et marchandises</b> |          |          |           |                   |             |
| Pétrole (Brent, \$ par baril)                          | 73       | 73       | 111       | -0,6              | -34,6       |
| Indice CRB*  | 544      | 543      | 643       | 0,3               | -15,3       |
| Prix de l'once d'Or                                    | 2 025    | 1 974    | 1 876     | 2,6               | 7,9         |
| Prix de la tonne de cuivre                             | 8 494    | 8 580    | 9 490     | -1,0              | -10,5       |
| Indice Baltic Dry**                                    | 1 545    | 1 535    | 2 644     | 0,7               | -41,6       |
| Indice Coût Fret Conteneur SCFI***                     | 998      | 910      | 4164      | 9,7               | -76,0       |

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 :

Malgré une semaine riche en chiffres économiques et surtout avec des réunions de banques centrales, les taux souverains longs ont peu bougé. En revanche, sur la partie courte de la courbe des taux, ceux-ci ont continué leur repli à l'image du 2 ans allemand qui clôture la semaine à 2,63% (contre 2,69% précédemment). Nous voyons ainsi que l'inversion de la courbe allemande (2 ans — 10 ans) se réduit à 34 pbs (points de base) contre 38 pbs la semaine précédente.

En ce qui concerne les primes de risque entre Etats de la zone euro, la France reste stable contre Allemagne à 58 pbs. Quant à l'Italie, le 10 ans italien s'écarte très légèrement contre Allemagne à 190 pbs (187 pbs la semaine précédente).

Sur le marché du crédit, le marché primaire a été très peu actif avec seulement 2,75Mds€ émis en zone euro. La période des publications par les entreprises ainsi que les inquiétudes sur le secteur bancaire n'étant pas propices aux émissions.

### Le Focus de la semaine : La FED et la BCE montent leurs taux de 25 pbs, et ensuite?

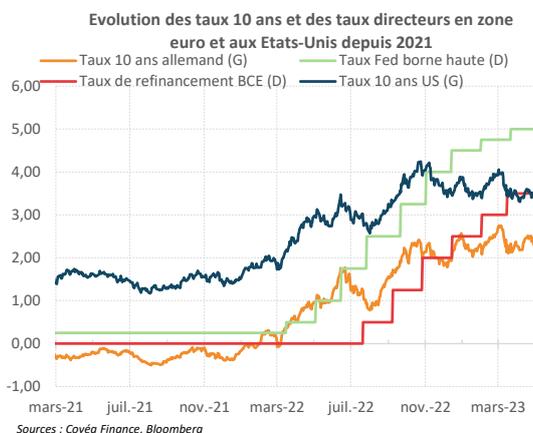
Comme attendu, la Réserve Fédérale Américaine et la Banque Centrale Européenne ont monté leurs taux de 25bps chacune.

Aux Etats-Unis, la FED a ainsi augmenté son taux objectif des Federal funds à 5,25%, un plus haut depuis janvier 2001. De mars 2022 à mai 2023, celui-ci a augmenté de 5%, soit le plus fort resserrement monétaire observé aux Etats-Unis depuis 1980-1981. Rappelons qu'en mars 2021 l'inflation américaine était sous les 2% avec un taux objectif des Fed Fund à 0,25%. La reprise de l'inflation en 2021 a été rapide et en juin de la même année elle dépassait les 5%. En juin 2022 elle atteignait son point culminant à 9%. Aujourd'hui, l'inflation américaine est repassée sous le niveau effectif des Federal Funds puisqu'elle est à 5% (données à mars 2023), et le taux des Federal Funds à 5,25%. En revanche, le marché du travail reste bien orienté et les salaires restent sous tension mais sur fond de crise bancaire.

Dans ce cadre, et comme évoqué lors de nos dernières Perspectives Economiques et Financières, la Fed est face à un dilemme: maintenir ses taux directeurs sur les niveaux actuels, voire les augmenter encore d'ici la fin de l'année ou bien les baisser face à la crise bancaire.

En Zone Euro, la situation est différente, le taux de refinancement est maintenant à 3,75% (soient 375 pbs de hausse depuis le début du resserrement monétaire en zone euro) avec une inflation qui atteint les 7%. De plus, hors énergie et alimentation, l'inflation se maintient à 7,3 % en avril, montrant que l'inflation s'est généralisée à l'ensemble des biens et services. Dans ce cadre, le discours de la BCE reste encore ferme quant à l'évolution des taux directeurs. Le resserrement monétaire ne semble donc pas terminé. Par ailleurs, la BCE a annoncé qu'elle poursuivra la réduction du portefeuille de titres détenus par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (asset purchase programme, APP) « à un rythme mesuré et prévisible ». En ce sens, le Conseil des gouverneurs prévoit de mettre fin aux remboursements au titre de l'APP à compter de juillet 2023.

Comment tout cela se traduit-il sur les taux longs? Aux Etats-Unis, le taux 10 ans américain a atteint son point haut en octobre dernier avec un taux à 4,33% alors qu'il est au 5 mai à 3,44%, hormis la situation liée au plafond de la dette américaine qui apporte de la volatilité, les pressions à la hausse diminuent. En zone euro, en octobre, le 10 ans allemand était à 2,53% mais son point haut a été atteint début mars à 2,77% et il est maintenant à 2,29%. La différence de dynamique de politique monétaire entre les deux zones qui commence à se mettre en place devrait continuer à favoriser le resserrement entre les taux longs américains et allemands.



Xavier Chapon

Responsable du pôle Gestion Taux



| Marchés Obligataires         | Niveaux  |       |          |          |           | Variations (en pbs) |          |          |             | Pente* (en pbs) |           |
|------------------------------|----------|-------|----------|----------|-----------|---------------------|----------|----------|-------------|-----------------|-----------|
|                              | 05/05/23 | J-7   | 17/03/23 | 30/12/22 | T-12 mois | J-7                 | 17/03/23 | 30/12/22 | sur 12 mois | 2y - 10y        | 10y - 30y |
| <b>Taux directeurs</b>       |          |       |          |          |           |                     |          |          |             |                 |           |
| Réserve Fédérale Américaine  | 5,25     | 5,00  | 4,75     | 4,50     | 1,00      | 0,25                | 0,50     | 0,75     | 4,25        |                 |           |
| BCE - Taux Repo              | 3,75     | 3,50  | 3,50     | 2,50     | 0,00      | 0,25                | 0,25     | 1,25     | 3,75        |                 |           |
| BCE - Taux Facilité de dépôt | 3,25     | 3,00  | 3,00     | 2,00     | -0,50     | 0,25                | 0,25     | 1,25     | 3,75        |                 |           |
| Banque d'Angleterre          | 4,25     | 4,25  | 4,00     | 3,50     | 1,00      | 0,00                | 0,25     | 0,75     | 3,25        |                 |           |
| Banque du Japon              | -0,10    | -0,10 | -0,10    | -0,10    | -0,10     | 0,00                | 0,00     | 0,00     | 0,00        |                 |           |
| <b>Taux 10 ans</b>           |          |       |          |          |           |                     |          |          |             |                 |           |
| Etats-Unis                   | 3,44     | 3,42  | 3,43     | 3,87     | 3,04      | 1                   | 1        | -44      | 40          | -48             | 32        |
| Allemagne                    | 2,29     | 2,31  | 2,11     | 2,57     | 1,04      | -2                  | 18       | -28      | 125         | -27             | 17        |
| France                       | 2,88     | 2,89  | 2,68     | 3,12     | 1,58      | -1                  | 20       | -24      | 130         | 14              | 44        |
| Italie                       | 4,19     | 4,18  | 4,05     | 4,72     | 3,04      | 2                   | 14       | -52      | 115         | 93              | 34        |
| Royaume-Uni                  | 3,78     | 3,72  | 3,28     | 3,67     | 1,96      | 6                   | 50       | 11       | 182         | 1               | 40        |
| Japon                        | 0,42     | 0,39  | 0,29     | 0,42     | 0,23      | 3                   | 13       | 0        | 19          | 46              | 85        |
| <b>Crédit</b>                |          |       |          |          |           |                     |          |          |             |                 |           |
| Indice Itraxx Main           | 86,4     | 83,0  | 100,5    | 90,6     | 94,2      | 3,5                 | -14,1    | -4,2     | -7,8        |                 |           |
| Indice Itraxx Crossover      | 450,0    | 435,1 | 493,0    | 474,1    | 452,7     | 15,0                | -43,0    | -24,1    | -2,7        |                 |           |

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

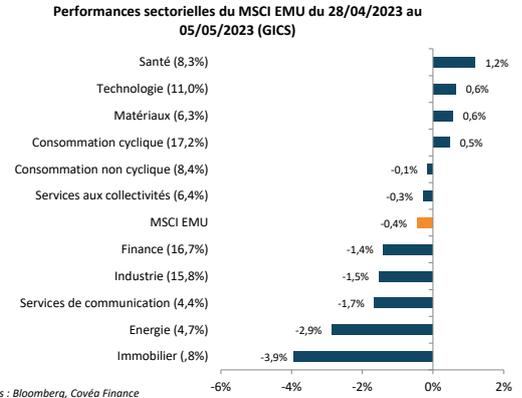
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Les marchés actions de la zone Euro, MSCI EMU dividendes non réinvestis, affichent un recul de 0.4% la semaine passée. Quatre jours riches en informations, rythmés par la poursuite des publications de résultats des entreprises pour le premier trimestre, les réunions des banques centrales et toujours beaucoup de volatilité au niveau des banques régionales américaines. C'est d'ailleurs le rebond de 1.2% de vendredi en lien avec ces dernières qui permet à l'indice de limiter sa baisse sur la semaine. En dehors des banques on notera également deux thématiques importantes qui ont eu un impact sur les variations cette semaine. D'abord l'annonce par l'Allemagne concernant un prix plafond de l'énergie d'ici 2030 qui a permis aux acteurs de la chimie, allemande en particulier, de surperformer (BASF +1.4%). Ensuite, la montée en puissance des risques de rupture liés à l'intelligence artificielle dans certains métiers des médias notamment (Wolters Kluwer -9.5%) ou des services (Téléperformance -11%).

Dans ce contexte, la hiérarchie sectorielle n'est pas aussi claire que lors des semaines précédentes. On soulignera la poursuite de la baisse des secteurs de l'immobilier (-3.9%) et de l'énergie (-2.9%), pénalisés respectivement par l'environnement de taux et la baisse du prix du baril. Ce sont d'ailleurs les deux seuls secteurs en baisse depuis le début de l'année. Enfin, le compartiment des petites capitalisations (-0,7%) sous-performe logiquement dans cet environnement tandis que le MSCI Europe (-0.3%) enregistre une performance très proche de celle de la zone Euro



### Le Focus de la semaine : L'attraction des sociétés européennes pour la cote américaine

Ces derniers mois, les annonces de sociétés européennes désirant se faire coter aux Etats-Unis, que ce soit par la mise en place d'une double cotation ou même par la disparition pure et simple de leur précédente place de cotation en Europe, se multiplient. Parmi elles, Linde, spécialiste des gaz industriels allemand est l'exemple le plus frappant. La société a annoncé en début d'année se retirer de l'indice de la bourse de Francfort pour ne conserver que sa cotation américaine. La forte croissance du groupe industriel a rendu, selon la société, sa capitalisation trop lourde pour le DAX, qui impose une règle selon laquelle le poids d'une valeur ne peut dépasser 10% de l'indice, pénalisant de fait la progression du titre en bourse. Citons également ARM, fabricant de microprocesseurs détenu par Softbank dont le siège est basé en Angleterre, qui a annoncé privilégier New York pour son retour en bourse plutôt que Londres, ou encore CRH, qui a récemment annoncé son intention de transférer sa cotation principale en Angleterre vers les Etats-Unis.

Quels sont les objectifs recherchés par ces entreprises ? Une meilleure visibilité, plus de liquidité mais également un potentiel de valorisation plus élevé. Telles sont les raisons avancées par CRH, qui réalise une majorité de ses bénéfices sur le territoire nord-américain (75%), zone géographique clé pour la croissance future du groupe. Ce mouvement serait également susceptible de lui offrir plus d'opportunités commerciales, opérationnelles et d'acquisitions, selon la société elle-même. De la même manière, Ferrovial le groupe d'infrastructure de transports espagnol dont le centre de gravité est clairement nord-américain (Canada et Etats-Unis) a également fait part de cette même volonté et a déjà entamé les démarches en soumettant aux actionnaires le transfert de son siège social aux Pays-Bas.

Simple phénomène isolé ou mouvement plus structurel ? L'avenir nous le dira mais à l'image des plans d'investissements proposés de part et d'autre de l'Atlantique (Inflation Reduction Act aux Etats-Unis et son pendant européen en cours de finalisation) ces choix remettent en lumière la concurrence qu'il peut exister entre les différents zones et places de cotation pour leur attractivité, comme nous l'avions abordé dans l'une de nos précédentes Perspectives Economiques et Financières au travers du prisme britannique post Brexit.

Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



| Actions Europe             | Niveaux  |        |          |          |           | Variation (en %) |          |          |             |      |   |
|----------------------------|----------|--------|----------|----------|-----------|------------------|----------|----------|-------------|------|---|
|                            | 05/05/23 | J-7    | 17/03/23 | 30/12/22 | T-12 mois | J-7              | 17/03/23 | 30/12/22 | sur 12 mois |      |   |
| MSCI EMU                   | 148      | 149    | 140      | 132      | 133       | -0,4             | ↓        | 6,1      | ↑           | 12,5 | ↑ |
| MSCI EMU Mid Cap           | 959      | 965    | 921      | 907      | 963       | -0,6             | ↓        | 4,1      | ↑           | 5,8  | ↑ |
| MSCI EMU Small Cap         | 411      | 414    | 386      | 370      | 407       | -0,7             | ↓        | 6,7      | ↑           | 11,1 | ↑ |
| MSCI Europe                | 156      | 157    | 147      | 143      | 147       | -0,3             | ↓        | 6,7      | ↑           | 9,8  | ↑ |
| France CAC40               | 7 433    | 7 492  | 6 925    | 6 474    | 6 368     | -0,8             | ↓        | 7,3      | ↑           | 14,8 | ↑ |
| Allemagne DAX30            | 6 391    | 6 451  | 6 019    | 5 693    | 5 749     | -0,9             | ↓        | 6,2      | ↑           | 12,3 | ↑ |
| Italie MIB                 | 27 349   | 27 077 | 25 495   | 23 856   | 23 760    | 1,0              | ↑        | 7,3      | ↑           | 14,6 | ↑ |
| Royaume-Uni - FTSE 100 (£) | 7 778    | 7 871  | 7 335    | 7 452    | 7 503     | -1,2             | ↓        | 6,0      | ↑           | 4,4  | ↑ |
| Royaume-Uni - FTSE 100 (€) | 8 915    | 8 977  | 8 375    | 8 417    | 8 799     | -0,7             | ↓        | 6,4      | ↑           | 5,9  | ↑ |

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

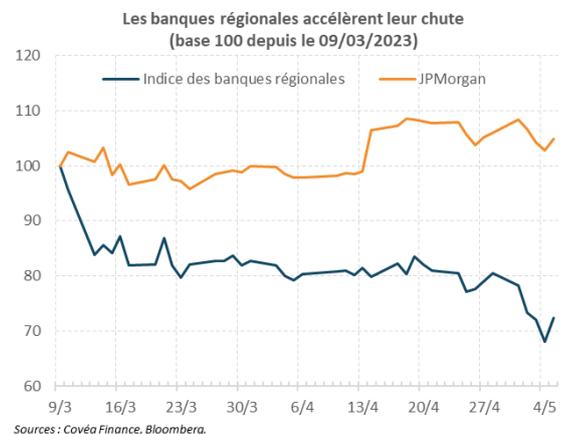
### L'analyse des marchés :

**En Asie**, la semaine a été légèrement haussière mais les performances ont été biaisées par de nombreuses fermetures de marché (Malaisie, Chine, Japon, Thaïlande). On notera que les pays producteurs de matières premières (Indonésie, Australie) ont affiché les moins bonnes performances sur la semaine, en lien avec la poursuite de la baisse d'un grand nombre d'entre elles. A l'inverse, la Malaisie affiche la meilleure performance, dans un contexte de hausse de taux surprise de la part de la banque Centrale qui a notamment profité aux valeurs du secteur financier. Le Japon affiche également une bonne performance, tronquée néanmoins par un faible nombre de jours ouverts. Sur le front des alliances stratégiques, notons que la France et le Japon ont signé un accord de coopération nucléaire afin de renforcer leurs compétences en matière de technologies de nouvelle génération. Par ailleurs, le premier ministre japonais Fumio Kishida s'est rendu à Séoul pour s'entretenir avec le président Yoon Suk Yeol, sur fond de réchauffement des relations entre les deux pays alliés des Etats-Unis. C'est la première visite d'un premier ministre japonais depuis 2018 entre les deux pays. Enfin, dans la thématique de la transition énergétique et de l'électrification du véhicule, nous avons relevé que les entreprises chinoises ont déposé plus de demandes de brevets relatives au véhicule électrique que tout autre pays à travers le monde depuis 2010, avec plus de 41 000 brevets déposés. Le Japon arrive en seconde position avec plus de 26 000 brevets.

**Aux Etats-Unis**, le S&P 500 clôture la semaine en baisse de 0.8% pénalisé par la reprise du stress bancaire et les inquiétudes autour du plafond de la dette américaine. Dans ce contexte, l'énergie affichait la plus forte baisse affectée par la baisse des prix du pétrole face aux craintes de récession et malgré la publication de réserves commerciales de pétrole brut en baisse. Les financières étaient pénalisées par les préoccupations sur la situation des banques régionales après que PacWest ait indiqué chercher un potentiel acquéreur (cf édito ci-dessous). A noter que sur le sujet des banques, la FDIC devrait annoncer un plan pour augmenter la contribution des grandes banques à son fonds de réserve, une contribution susceptible de réduire de près de 20% les résultats de celles-ci. Les services de communications subissaient aussi des prises de profits face à la pression sur les budgets publicitaires et les craintes sur le secteur du streaming après l'annonce d'une grève des scénaristes. A l'inverse, la technologie affichait la plus forte hausse après la bonne publication de résultats d'Apple. Les segments les plus défensifs de l'indice (grands laboratoires pharmaceutiques, consommation courante et services publics) étaient aussi privilégiés par les investisseurs. Côté sociétés, on notera les difficultés du conglomérat diversifié Icahn Enterprises soupçonné d'avoir surévalué la valeur de ses actifs. Cela lui aurait permis de distribuer pendant des années un dividende élevé financé par des placements de titres surévalués sur le marché auprès de nouveaux investisseurs.

### Le Focus de la semaine : la chute des banques met à risque le financement de l'économie américaine

Alors que les propos de Jamie Dimon (JP Morgan) et de Jérôme Powell (Fed) se voulaient rassurants sur l'état du système bancaire américain après la reprise de First Republic par JP Morgan, la semaine écoulée a de nouveau été brutale pour les cours de bourse des établissements bancaires régionaux. Plusieurs banques ont chuté de plus de 50% durant la semaine, sur fond de rumeurs ou d'annonces en tout genre. PacWest (établissement Californien, 44 milliards d'actifs) a annoncé être à la recherche « d'investisseurs stratégiques » et explorer une cession partielle d'actifs. Western Alliance (banque de l'Arizona, 71 milliards d'actifs) a souffert de rumeurs, fermement démenties par le management d'une vente potentielle de la banque, tandis que First Horizon (banque du Tennessee, 80 milliards d'actifs) a subi le contrecoup de la rupture de l'accord de rachat par la Toronto Dominion (acquisition annoncée en février 2022, et toujours sous revue par les autorités réglementaires et de la concurrence). Au-delà du sujet des pertes pour les actionnaires, l'ampleur des chutes boursières et leurs conséquences posent plusieurs questions. Comment maintenir la confiance des déposants dans ces établissements (avec les risques d'une très spirale négative) et comment assurer le financement de l'économie ? Nul doute que la priorité des managements des banques en cette période est à la gestion de leur propre liquidité... l'octroi de prêts est devenu secondaire comme nous le montre les enquêtes sur les conditions d'accès au crédit. Alors que les besoins de refinancement des entreprises sont importants, la crise bancaire n'a donc pas commencé à montrer les effets de sa diffusion dans l'économie.



Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



| Actions Internationales  | Niveaux  |        |            |          |           | Variations (en %) |            |          |             |        |            |          |             |
|--------------------------|----------|--------|------------|----------|-----------|-------------------|------------|----------|-------------|--------|------------|----------|-------------|
|                          | 05/05/23 | J-7    | 14/03/2023 | 30/12/22 | T-12 mois | en devise locale  |            |          |             | en €   |            |          |             |
|                          |          |        |            |          |           | 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      | 4 136    | 4 169  | 3 919      | 3 840    | 4 123     | -0,8 ↓            | 5,5 ↑      | 7,7 ↑    | 0,3 ↑       | -0,8 ↓ | 2,8 ↑      | 4,7 ↑    | -3,9 ↓      |
| Etats-Unis - Dow Jones   | 33 674   | 34 098 | 32 155     | 33 147   | 32 899    | -1,2 ↓            | 4,7 ↑      | 1,6 ↑    | 2,4 ↑       | -1,2 ↓ | 2,0 ↑      | -1,3 ↓   | -2,0 ↓      |
| Etats-Unis - Nasdaq      | 12 235   | 12 227 | 11 428     | 10 466   | 12 145    | 0,1 ↑             | 7,1 ↑      | 16,9 ↑   | 0,7 ↑       | 0,1 ↑  | 4,3 ↑      | 13,6 ↑   | -3,5 ↓      |
| Japon Nikkei 300         | 436      | 432    | 408        | 401      | 407       | 0,9 ↑             | 7,0 ↑      | 8,8 ↑    | 7,3 ↑       | 1,9 ↑  | 4,2 ↑      | 3,3 ↑    | 0,1 ↑       |
| Corée du Sud KOSPI       | 2 501    | 2 502  | 2 349      | 2 280    | 2 645     | 0,0 ↓             | 6,5 ↑      | 9,7 ↑    | -5,4 ↓      | 1,2 ↑  | 2,3 ↑      | 1,1 ↑    | -13,0 ↓     |
| Chine - Shanghai         | 3 335    | 3 323  | 3 245      | 3 089    | 3 002     | 0,3 ↑             | 2,7 ↑      | 7,9 ↑    | 11,1 ↑      | 0,4 ↑  | -0,4 ↓     | 4,3 ↑    | 3,0 ↑       |
| Hong Kong Hang Seng      | 20 049   | 19 895 | 19 248     | 19 781   | 20 002    | 0,8 ↑             | 4,2 ↑      | 1,4 ↑    | 0,2 ↑       | 0,8 ↑  | 1,5 ↑      | -2,1 ↓   | -4,0 ↓      |
| Marchés Emergents - MSCI | 982      | 977    | 945        | 956      | 1 032     | 0,5 ↑             | 3,9 ↑      | 2,6 ↑    | -4,8 ↓      | 0,5 ↑  | 1,2 ↑      | -0,3 ↓   | -8,9 ↓      |

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Quelle possible contribution des GAFAM au financement des réseaux télécoms européens ?

En Europe, cinq entreprises américaines, appartenant aux GAFAM<sup>1</sup> et aux NATU<sup>2</sup>, sont les plus gros utilisateurs de bande passante sur les réseaux télécoms : Google, Apple, Amazon, Meta et Netflix. Les opérateurs télécoms demandent à l'Union européenne (UE) d'imposer aux GAFAM une contribution en vue de participer au financement de leurs infrastructures. En 2021, douze opérateurs télécom avaient fait cette demande, dont Deutsche Telekom, Telefonica et Orange.

En mai 2022, le Commissaire Européen M. Thierry Breton écrivait : « Une poignée d'acteurs occupent à eux seuls **plus de 50% de la bande passante** mondiale. Il est temps désormais de réorganiser la juste rémunération des réseaux ». Un opérateur télécoms européen anonyme estime que son trafic a quadruplé au cours des cinq dernières années et que 55 % de sa bande passante sont occupés par les GAFAM. Quant à la vidéo en streaming, elle occuperait près de 80 % de ce trafic.

L'association européenne des opérateurs télécoms (ETNO) estime également à 38 milliards d'euros les coûts d'infrastructures supportés par les opérateurs. Le régulateur français des communications électroniques (ARCEP) ne se montre pas contre la proposition de M. Breton, mais souligne la nécessité de réaliser une étude approfondie. L'ETNO, quant à elle, travaille sur le sujet. Enfin, les associations d'opérateurs télécoms sont favorables à la mise en place d'une négociation commerciale et d'une autorité réglant les différends.

Les GAFAM, eux, ne sont pas favorables au paiement d'une contribution aux sociétés de télécoms. Pour autant ils ne restent pas inactifs. Ainsi, pour ne pas encombrer les réseaux longue distance arrivant de ses serveurs aux États-Unis, l'américain Netflix a mis en place plusieurs centaines de réseaux de diffusion des contenus (CDN) en Europe, dont 44 en France. Les films arrivent donc d'un serveur situé en France. Au total, Netflix possède 18 000 serveurs.

Autre point souligné par les GAFAM, la contribution qui leur serait demandée irait à l'encontre du principe de la « **neutralité du net** », en vertu duquel les GAFAM et les autres fournisseurs de services internet garantissent l'accès à la bande passante aux internautes, quelle que soit l'utilisation. En vertu de ce principe, qui date de 2015, il est interdit aux opérateurs télécoms de donner la priorité à des flux plutôt qu'à d'autres. La Commission Européenne souligne toutefois qu'elle veut trouver un équilibre entre le principe de la contribution des GAFAM à l'investissement et le respect de la neutralité du net. Finalement, il n'y aura pas de différenciation par types de contenus, mais par **volumes d'occupation des réseaux**.

La Commission Européenne explique que dans le cadre d'un « **paquet investissements dans la connectivité** », le sujet de la contribution des GAFAM aux dépenses dans les réseaux est mis clairement sur la table ». Selon la Fédération Française des Télécoms, la très forte croissance de la consommation de données durant la crise de COVID-19 et « le mur » d'investissement qui se dresse devant les opérateurs pour répondre à cette demande ont fait bouger les lignes » après dix ans de statu quo. Pour faire face à cette forte hausse, les opérateurs télécoms ont investi 500 milliards d'euros au cours des dix dernières années.

Ainsi, ne payant pas de droit de passage, les GAFAM captent l'essentiel de la valeur : entre 2015 et 2021, le chiffre d'affaires des GAFAM a cru de 500 %, contre une baisse de 7 % pour les opérateurs européens. La valorisation boursière des GAFAM a cru de 390 %, tandis que celle des télécoms européennes a baissé de 40 %.

Selon la Commission Européenne, les besoins d'investissement en infrastructures télécoms se montent à 174 milliards d'euros d'ici à 2030. Selon l'ETNO, une **contribution de 20 milliards d'euros par an** de la part des GAFAM, serait un bon niveau. **Cela équivaldrait à 20% des dépenses annuelles d'investissement des opérateurs télécoms dans leurs réseaux**. Selon un rapport commandé par Deutsche Telekom, Orange, Telefonica et Vodafone, le surinvestissement lié à la hausse du trafic atteindrait 15 à 28 milliards d'euros par an.

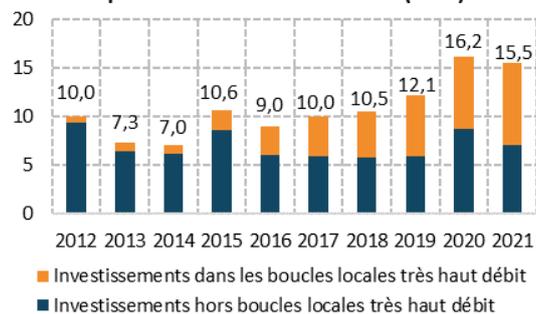
Pour sa part, le Commissaire Thierry Breton précise en septembre 2022, que « tous les utilisateurs des réseaux seront mis à contribution ; **l'internet haut débit** nécessite des investissements élevés ; la question est qui devra payer pour la prochaine génération d'infrastructures de connectivité ? ».

Une large consultation sera menée par l'UE au premier semestre de 2023. Suivront des étapes législatives d'une à deux années.

<sup>1</sup> GAFAM : l'acronyme de Google, Apple, Facebook, Amazon, et Microsoft.

<sup>2</sup> NATU : l'acronyme pour Netflix, Airbnb, Tesla et Uber.

Evolution des investissements des opérateurs télécoms en France (Md€)



Source: ARCEP, Covéa Finance.

Olivier Berthet

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

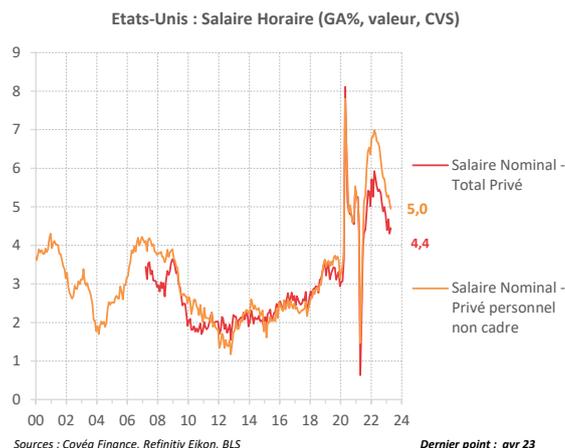
« La Réserve fédérale ajuste sa communication et envisage une pause du resserrement monétaire »

**Le rapport d'emploi d'avril publié par le Bureau des Statistiques du Travail (BLS) fait état d'une solide croissance des embauches.** L'économie américaine a créé 253 000 postes sur le mois, une accélération par rapport au mois de mars dont l'estimation a été significativement révisée en baisse (165 000 contre 236 000 précédemment), tout comme le mois de février (248 000 contre 326 000). Si ces révisions signalent une croissance moins robuste des embauches au premier trimestre, le fléchissement ne s'est pas prolongé en avril. Les créations de postes ont une nouvelle fois été solides dans l'éducation et la santé (77 000) et les services aux entreprises (43 000). On note toutefois une faiblesse pour le 3<sup>ème</sup> mois consécutif dans l'emploi temporaire dans les services aux entreprises (-23 000). De même la vigueur des embauches dans le secteur des loisirs et du tourisme se modère (31 000). En revanche, le secteur manufacturier et la

construction, qui avait fléchi en mars, enregistre un rebond de respectivement 11 000 et 15 000 postes. Le taux de chômage diminue légèrement à 3,4% de la population active et le taux de participation est stable à 62,6% de la population en âge de travailler. Du côté des salaires, les pressions haussières persistent : le salaire horaire progresse de 0,5% sur le mois (contre 0,3% les trois mois précédents), ce qui fait progresser la croissance annuelle à 4,4%. Ce rapport d'emploi confirme ainsi le caractère toujours tendu du marché du travail, en dépit de quelques signaux d'amélioration.

Le rapport JOLTS (Job Openings and Labor Turnover Survey) du BLS signale en effet un troisième mois consécutif de baisse du nombre d'offres d'emploi à pourvoir en mars, qui s'établit ainsi à 9,59 millions, au plus bas depuis avril 2021. Le ratio entre offres d'emploi et nombre de chômeurs diminue à 1,6, après un pic à 2 il y a un an. Si cette décreuse semble se matérialiser, le ratio reste toutefois largement supérieur au niveau d'avant crise (autour de 1,2). Autre élément signalant une amélioration des conditions sur le marché du travail, les démissions reculent également (3,8 millions, au plus bas depuis mai 2021) et les licenciements remontent à 1,8 millions, au plus haut depuis décembre 2020. Par secteur, la baisse des offres non pourvues est généralisée, à l'exception de la catégorie logistique, transport et services aux collectivités qui se redresse.

Comme attendu, **la Réserve fédérale a augmenté de 25 points de base la fourchette cible de son taux directeur, la plaçant à [5 ; 5,25%], une décision prise à l'unanimité.** La phrase « le comité anticipe qu'un raffermissement supplémentaire de la politique monétaire pourrait être approprié » a été supprimée du communiqué de presse, et remplacée par une mention indiquant que le comité de politique monétaire (FOMC) prendra en compte l'ensemble des données pour déterminer dans quelle mesure un resserrement supplémentaire de la politique pourrait être approprié. **Cet ajustement, que Jerome Powell a qualifié de « significatif » lors de la conférence de presse, suggère assez clairement une pause du cycle de resserrement, sans pour autant écarter la possibilité de nouvelles hausses si le FOMC les juge appropriées.** Le biais reste ainsi restrictif.



Sources : Covéa Finance, Refinitiv Eikon, BLS

Dernier point : avr 23

| Indicateurs de la semaine*       |                     | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2021 | Moy. 2022 |
|----------------------------------|---------------------|---------|--------|-------|-----------|-----------|
| ISM Manuf.                       | Indice              | avr.-23 | 47,1   | 46,3  | 60,7      | 53,5      |
| ISM Services                     | Indice              | avr.-23 | 51,9   | 51,2  | 62,4      | 56,1      |
| ISM Manuf. - Prix payés          | Indice              | avr.-23 | 53,2   | 49,2  | 83,8      | 64,8      |
| ISM Manuf. - Nvlles commandes    | Indice              | avr.-23 | 45,7   | 44,3  | 64,3      | 51,6      |
| ISM Manuf. - Délais de livraison | Indice              | avr.-23 | 44,6   | 44,8  | 72,9      | 57,3      |
| Commandes à l'industrie          | Val, CVS, GA%       | mars-23 | 1,4    | 2,3   | 13,3      | 11,7      |
| Dépenses de construction         | Val, CVS, GA%       | mars-23 | 18,8   | 17,8  | -3,6      | 7,3       |
| Taux de chômage                  | % de la pop. active | avr.-23 | 3,4    | 3,5   | 5,4       | 3,6       |
| Créations nettes d'emploi        | Milliers            | avr.-23 | 253    | 165   | 606       | 399       |
| Salaires horaires nominaux       | Val, CVS, GA%       | avr.-23 | 4,5    | 4,3   | 4,3       | 5,3       |
| Importations                     | Val, NCVS, GA%      | mars-23 | -11,4  | -1,8  | 21,5      | 14,7      |
| Exportations                     | Val, NCVS, GA%      | mars-23 | 2,9    | 5,3   | 22,8      | 17,7      |

\*Du 01/05/2023 au 07/05/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Du côté des données d'enquêtes, l'indicateur ISM services enregistre un modeste gain en avril, passant de 51,2 à 51,9 points, un niveau renvoyant à une croissance modérée de l'activité. Les sous-composantes de l'enquête sont mitigées, avec les nouvelles commandes qui progressent à nettement à 56,1, tandis que le niveau d'activité recule à 52 points. Les commentaires recueillis auprès des entreprises ne font pas état d'un impact du stress bancaire sur l'activité.

Dans l'industrie, les commandes ont progressé de 0,9% en glissement mensuel en mars, tandis que l'estimation de février était révisée en baisse (-1,1%). Si les commandes de biens durables ont été confirmées en hausse de 3,2%, tirées par l'aviation civile, pour les biens intensifs en capital, hors défense et aviation civile, qui approchent le mieux l'investissement productif des entreprises, l'estimation préliminaire a été révisée en baisse à -0,6% contre -0,4%. Par ailleurs les commandes de biens de consommation non durables se sont contractées de 2,0% sur le mois. En rythme annuel, les commandes à l'industrie voient leur croissance fléchir à 1,7%, et affichent une baisse de 2,6% par rapport au point haut d'octobre 2022.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

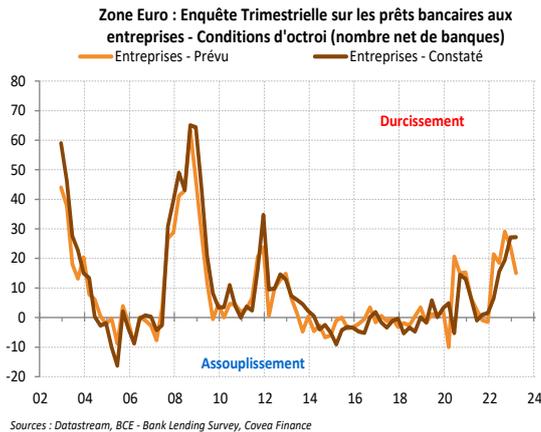


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Pas de pause, pour l'instant, pour la BCE »

**La Banque Centrale Européenne (BCE) a augmenté ses taux directeurs de 25 points de base**, ce qui représente un ralentissement par rapport au rythme adopté depuis juillet dernier. Elle a aussi décidé de cesser tout réinvestissement du fruit des tombées de titres de son portefeuille APP (Asset Purchase Programmes) à partir du mois de juillet, ce qui débouchera sur une accélération du rythme de diminution de la taille de ce portefeuille obligataire. Christine Lagarde a voulu faire passer un message fort : les banquiers centraux européens n'ont pas décidé, à ce stade, de faire de pause dans le durcissement de leur politique monétaire. En l'état de ce qu'ils constatent aujourd'hui, ils considèrent qu'il est nécessaire de continuer à remonter les taux directeurs, à un rythme qui dépendra des prochaines données. La dépendance aux données est fortement réaffirmée. Juste avant la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE avaient été publiées plusieurs statistiques importantes à leurs yeux.



**D'abord, l'indice des prix à la consommation a légèrement réaccélééré, avec une hausse de 7,0% sur un an après +6,9% en mars.** Ce mouvement est toutefois dû à un effet de base moins favorable sur les prix de l'énergie. Du côté des « bonnes nouvelles » on pourra noter la baisse de l'inflation sous-jacente (de 5,7% en mars à 5,6% en avril) permise par le ralentissement des prix des biens non-énergétiques. En revanche, les prix des services ont continué à accélérer.

**Ensuite, la BCE a publié ses statistiques mensuelles de masse monétaire et de crédit du mois de mars, ainsi que les résultats de son enquête auprès des banques sur l'évolution de leurs conditions de crédit.** Ces deux publications confirment, comme l'a souligné Christine Lagarde lors de sa conférence de presse, l'impact du durcissement de la politique monétaire sur le comportement des banques et des agents non-financiers : la distribution de crédit continue à ralentir et les ménages comme les entreprises réduisent les encours de leurs comptes à vue. Mais les uns comme les autres déposent la plus grande partie de ces sommes sur des instruments d'épargne à court terme inclus dans la masse monétaire.

**Le taux de chômage de la zone euro a atteint un nouveau plus bas historique en mars, à 6,5%.** C'est 0,1 point de moins qu'en février et 0,3 point de baisse en un an.

**Les ventes au détail en volume ont poursuivi leur tendance baissière en mars,** avec un recul de 1,2% par rapport au mois précédent et de 3,8% sur un an. Par rapport à mars 2022, les ventes de produits alimentaires (boissons et tabac) sont en chute de 6,8% et celles des autres produits de consommation courante ont baissé de 2,2%. En revanche, les ventes de véhicules automobiles et de carburants étaient en hausse de 3,5%.

**Les exportations allemandes ont chuté de 5,2% en mars par rapport à février.** L'excédent commercial a toutefois augmenté (+0,6Mds€ à 16,7Mds), les importations reculant encore plus franchement (-6,4%). Sur un an, les exportations ont progressé de 5,0% alors que les importations ont baissé de 5,5%, essentiellement sous l'effet du recul des prix des matières premières énergétiques. Les exportations vers les Etats-Unis ont chuté de 10,9% par rapport à février et celles vers la Chine de 9,3%.

**Les commandes adressées aux entreprises manufacturières allemandes ont fortement reculé en mars (-10,7% par rapport au mois précédent,** plus forte baisse mensuelle depuis la brutale chute provoquée par la pandémie de Covid-19), après avoir bondi de 4,5% en février. Au premier trimestre, les commandes sont en hausse de 0,2% en séquentiel. Les commandes domestiques ont reculé de 6,8% entre février et mars, celles émanant des partenaires de la zone euro de 10,8% et celles du reste du monde de 14,8%.

| Indicateurs de la semaine* |  | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2021 | Moy. 2022 |
|----------------------------|--|---------|--------|-------|-----------|-----------|
| ZE                         | Prêts aux Entreprises<br><i>Vol, CVS, GA%</i>    | mars-23 | 5,2    | 5,7   | 4,3       | 6,3       |
|                            | Taux de chômage<br><i>% de la pop. active</i>    | mars-23 | 6,5    | 6,6   | 7,7       | 6,7       |
|                            | Ventes au détail<br><i>Vol, CVS, GA%</i>         | mars-23 | -3,6   | -2,4  | 5,1       | 0,9       |
|                            | Inflation<br><i>IPCH, NCVS, GA%</i>              | avr.-23 | 7,0    | 6,9   | 2,6       | 8,4       |
|                            | Inflation sous-jacente<br><i>IPCH, NCVS, GA%</i> | avr.-23 | 5,6    | 5,7   | 1,5       | 3,9       |
| AL                         | Taux de chômage<br><i>% de la pop. active</i>    | mars-23 | 2,8    | 2,9   | 3,6       | 3,1       |
|                            | Ventes au détail<br><i>Vol, CVS, GA%</i>         | mars-23 | -8,6   | -5,8  | 0,6       | -0,6      |
|                            | Prod. industrielle<br><i>Vol, CVS, GA%</i>       | mars-23 | 2,7    | 0,9   | 4,6       | -0,5      |
| FR                         | Taux de chômage<br><i>% de la pop. active</i>    | mars-23 | 6,9    | 7,0   | 7,9       | 7,3       |
|                            | Prod. industrielle<br><i>Vol, CVS, GA%</i>       | mars-23 | -0,1   | 0,9   | 5,7       | -0,1      |
| IT                         | Taux de chômage<br><i>% de la pop. active</i>    | mars-23 | 7,8    | 7,9   | 9,5       | 8,1       |
|                            | Ventes au détail<br><i>Vol, CVS, GA%</i>         | mars-23 | -2,9   | -3,4  | 7,5       | -0,4      |
| ES                         | Taux de chômage<br><i>% de la pop. active</i>    | mars-23 | 12,8   | 12,9  | 14,8      | 12,9      |
|                            | Prod. Industrielle<br><i>Vol, CVS, GA%</i>       | mars-23 | 4,5    | 0,1   | 7,3       | 2,8       |

\*Du 01/05/2023 au 08/05/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

commandes sont en hausse de 0,2% en séquentiel. Les commandes domestiques ont reculé de 6,8% entre février et mars, celles émanant des partenaires de la zone euro de 10,8% et celles du reste du monde de 14,8%.

Pour le même mois, la production industrielle allemande a chuté de 3,4% par rapport à février, mais elle reste en hausse de 1,8% sur un an. Après un bond de 6,9% en février, la production du secteur automobile a rechuté de 6,5% en mars. Les baisses ont aussi été fortes dans les secteurs des biens d'équipement (-4,4%) et des biens intermédiaires (-3,3%). La production de biens de consommation est restée quasiment stable (+0,1%) alors que la production d'énergie a progressé de 0,8%. En France, la production industrielle a reculé de 1,1% en mars par rapport au mois précédent. La baisse est particulièrement marquée dans le secteur de l'énergie (-3,3% sur le mois) et dans les biens de consommation non-durables (-1,8%). Au contraire, la production de biens de consommation durables a progressé de 2,0%, grâce à l'automobile (+0,9%) et au secteur textile, habillement cuir et chaussures (+2,9%).

Jean-Louis Mourier

Economiste



# Suivi Macroéconomique

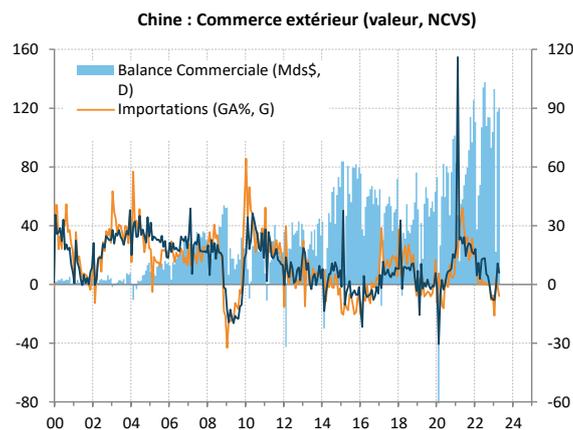
## Asie

« Le déclin des importations chinoises interroge sur la solidité de la reprise »

**Si les exportations chinoises restent dynamiques, le déclin des importations témoigne d'une demande domestique toujours fragile.** La croissance des exportations ralentit mais reste robuste, à 8,5% en glissement annuel (GA) nominal en avril après le pic de 14,8% en mars. Cette dynamique est notamment le reflet d'un effet de base alors que l'économie chinoise s'enlisait dans d'importantes restrictions sanitaires un an auparavant. La demande internationale demeure en revanche modérée comme l'illustrent le déclin des exportations à destination des Etats-Unis (-3,1% en GA) et la stagnation de celles à destination de l'Union Européenne (UE). Dans un contexte de rotation de la demande mondiale vers les services, les produits électroniques sont particulièrement affectés. Les exportations chinoises d'ordinateurs portables, d'écrans et de téléphones portables se sont contractées respectivement de 17%, 9% et 13% en avril en GA. En revanche, les

exportations de biens associés aux voyages sont restées bien orientées (+37% en GA pour les exportations de valises et de sacs à main). La croissance des importations affiche toutefois un fort déclin de 7,9% en GA, reflétant une demande domestique toujours fragile pour les biens, des investissements faibles dans l'immobilier (malgré des signes encourageants sur la demande) et le recul des prix des matières premières. Dans ce contexte, l'excédent de la balance commerciale reste très important à 90,2 Mds\$.

**Avec la fin des restrictions sanitaires, les Chinois reprennent la route des vacances, mais principalement à l'intérieur des frontières du pays.** D'après les chiffres communiqués par le ministère de la Culture et du Tourisme, la période de congés de la fête du Travail (du 28 avril au 3 mai) a été la plus dynamique sur le plan touristique depuis le début de la crise pandémique. 274 millions de déplacements intérieurs ont en effet été enregistrés soit une hausse de 70,8% par rapport à l'année précédente, et 19% de plus qu'en 2019. Durant ces congés, les touristes chinois auraient dépensé 148 Mds de yuans (21 Mds\$), soit 128,9% de plus que l'année précédente et un niveau comparable à celui de 2019. En revanche, la reprise du tourisme hors de Chine semble beaucoup plus timide comme l'illustrent les données sur les vols transfrontaliers qui n'ont représenté que 38,4% de leur niveau pré-pandémie pendant cette période de congés. La vigueur du tourisme intérieur constitue ainsi un signal positif concernant la normalisation de la demande des ménages chinois pour les services.



Sources : Covéa Finance, General Administration of Customs, Thomson Reuters

| Indicateurs de la semaine* |              |                | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2021 | Moy. 2022 |
|----------------------------|--------------|----------------|---------|--------|-------|-----------|-----------|
| CH                         | Exportations | Val, NCVS, GA% | avr.-23 | 8,0    | 14,3  | 30,0      | 7,1       |
|                            | Importations | Val, NCVS, GA% | avr.-23 | -7,9   | -1,4  | 30,1      | 1,0       |

\* Du 01/05/2023 au 08/05/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**La banque centrale australienne (RBA) a surpris avec une hausse de son taux directeur.** Après avoir interrompu le cycle de hausses de taux en avril et communiqué sur la trajectoire baissière de l'inflation, les membres du conseil de politique monétaire ont voté une nouvelle hausse de 25 points de base du taux directeur, le portant ainsi à 3,85%. Si la RBA a réitéré qu'elle considérait que la dynamique des prix allait se modérer progressivement au cours des prochains trimestres, le niveau actuel de l'inflation, à 7% en glissement annuel au premier trimestre 2023, a été jugé encore trop élevé pour maintenir le statu quo. En outre, le marché du travail reste sous tension, comme l'illustre un taux de chômage à 3,5%, et les détails des données d'inflation mettent en lumière une dynamique toujours vigoureuse des prix des services qui prennent progressivement le relais des biens. Enfin, les prix de l'immobilier ont montré des signes de redressement en mars, en dépit du resserrement monétaire, ce qui pourrait refléter la demande supplémentaire associée au rebond de l'immigration qui a suivi la réouverture de l'économie.

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.