

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

30 octobre 2023

## Maul

Ce weekend s'est clôturée, en France, la 10ème édition de la coupe du monde de rugby. Au rugby, un « Maul », situation de jeu, se forme dès que plusieurs membres d'une équipe viennent en soutien d'un joueur possédant le ballon et restant sur ses appuis, se liant à celui-ci, pour le faire avancer vers la ligne d'en but. Dans ce cadre, la cohésion de l'ensemble des membres de l'équipe est essentielle, au même titre que celle des membres de l'équipe adverse se mettant en opposition. Il en est de même sur le plan économique ou géopolitique.

Ce même weekend s'est tenue à Osaka la réunion des ministres du commerce des membres du G7 (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, France, Italie et Japon). A l'issue de cette réunion, les pays du G7 ont dans leur communiqué fait corps pour dénoncer de manière coordonnée les mauvaises pratiques de certains de leurs concurrents en termes de subventions publiques ou encore de mesures d'entrave au commerce, avec en ligne de mire la Chine, sur un terrain où l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) a perdu son rôle d'arbitre et où le nombre de restrictions commerciales mises en place n'a jamais été aussi élevé qu'en 2023. Dans ce match à l'issue incertaine, les travaux visant à réformer l'institution, qui seront présentés dans 4 mois à la 13ème conférence ministérielle de l'OMC, seront à surveiller avec le plus grand intérêt.

Le 27 octobre dernier, l'assemblée générale des Nations Unies s'est, pour la première fois, positionnée sur la question des hostilités en cours dans la bande de Gaza, face à l'impasse dans laquelle se trouve le conseil de sécurité pour statuer sur ces événements. Ce vote, et l'adoption de la résolution sur « la protection des civils et le respect des obligations juridiques et humanitaires », illustre une fois de plus les dissonances entre pays membres de l'ONU, déjà visibles lors des votes sur les résolutions portant, de près, ou de loin, sur le conflit russo-ukrainien. Une dissonance proche d'une certaine cacophonie si l'on regarde plus précisément les votes exprimés par les pays membres de l'Union Européenne, loin d'illustrer une ligne commune sur le sujet (vote pour de la France, de l'Espagne, de la Belgique; vote contre de l'Autriche, de la Croatie, de la Hongrie; abstention de l'Allemagne, de l'Italie, de la Pologne ou encore des Pays Bas). Dans ce cadre, et à l'inverse du G7, l'UE n'a visiblement pas réussi à faire corps pour faire entendre une voix unique, au risque de laisser transparaître la faiblesse d'un manque de cohésion.

Au-delà de la métaphore sportive, ces deux événements viennent donner du relief aux défis que pose pour les entreprises un monde moins lisible, plus désuni, moins coopératif, plus conflictuel, et la nécessité pour ces entreprises d'adapter leurs modèles pour faire face à l'évolution perpétuelle des forces en présence. Des sujets que nous aborderons et développerons dans nos Perspectives Economiques et Financières thématiques du 09 novembre prochain.

## Sommaire

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

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales

**Suivi Macroéconomique** p5

Etats-Unis  
Europe  
Asie

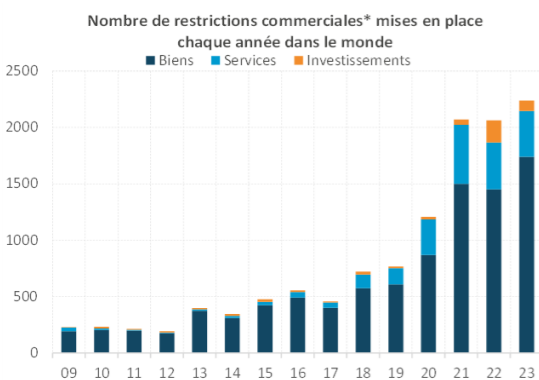
Frédéric Kleiss

Responsable des Recherches



## Focus de la semaine

« Un nombre inédit de restrictions commerciales en 2023 »



Nos d'efs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	27/10/23	29/06/23	T-12 mois	29/06/23	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,057	1,087	0,996	-2,8	6,0
€ / £	0,872	0,861	0,862	1,2	1,2
€ / Yen	158,13	157,28	145,76	0,5	8,5
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	90	74	97	21,7	-6,7
Indice CRB*	541	545	558	-0,8	-3,0
Prix de l'once d'Or	1 989	1 918	1 661	3,7	19,7
Prix de la tonne de cuivre	8 099	8 178	7 765	-1,0	4,3
Indice Baltic Dry**	1 563	1 112	1 612	40,6	-3,0
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1013	954	1698	6,2	-40,4

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 :

Les niveaux de 5% sur le 10 ans US, et près de 3,6% sur le 10 ans français atteints en début de semaine ont suscité des intérêts acheteurs, conduisant les taux à repartir à la baisse, les investisseurs restant prudents face aux incertitudes géopolitiques mais surtout face au ralentissement économique illustré par les statistiques économiques. La BCE a ainsi décidé de faire une pause après 10 hausses de taux consécutives, arguant que les niveaux actuels devaient permettre un retour progressif vers sa cible des 2% d'inflation. Ainsi, le 10 ans français clôture à 3,44%, en baisse de 7 points de base (pbs), à l'instar du taux 2 ans, alors que les investisseurs accordent plus de probabilité de voir la BCE baisser ses taux mi-2024. Notons que l'Italie surperforme avec un taux à 4,79% en fin de semaine, à moins de 200 pbs du taux 10 ans allemand.

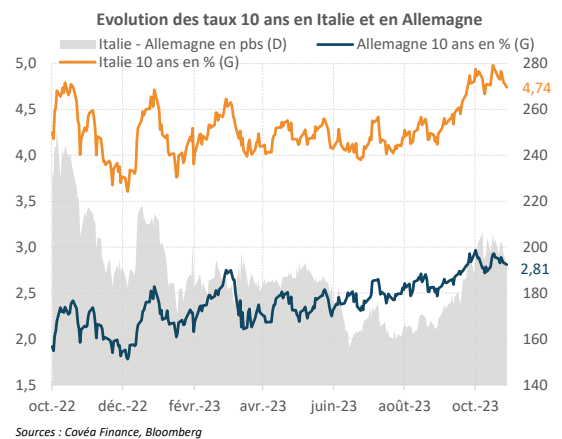
L'activité sur le marché primaire pour les entreprises non financières est restée atone dans un contexte de publications de résultats.

### Le Focus de la semaine : Italie, Il sol dell'avvenire (Vers un avenir radieux)\* ?

Après un début d'année plutôt calme, les taux italiens sont à nouveau sous pression depuis la fin de l'été. Le 10 ans italien a dépassé les 5% à plusieurs reprises au mois d'octobre et la prime de risque par rapport au 10 ans allemand s'est écartée de 40 points de base (pbs) depuis fin juillet pour se stabiliser autour des 200pbs. Cette dégradation s'explique par le retour des inquiétudes des investisseurs sur la dette italienne et sur sa soutenabilité. En effet, le budget italien 2024, présenté fin septembre, prévoit 24Mds€ de dépenses supplémentaires notamment pour financer des baisses d'impôts pour les ménages les plus modestes, augmenter les salaires de la fonction publique et inciter les familles à faire davantage d'enfants. Ce budget 2024 doit encore être voté par le parlement italien et revu par la Commission Européenne. Ces mesures devraient être financées par un endettement supplémentaire à hauteur de 15,7Mds€. Le déficit budgétaire a, de ce fait, été revu à la hausse à 5,3% du PIB pour 2023 et 4,3% pour 2024 par rapport à respectivement 4,5% et 3,7% prévus au mois d'avril. Il ne passerait sous la barre des 3% du PIB prévue par les règles du Pacte de stabilité européen qu'en 2026. Ce dernier avait été suspendu en raison de la pandémie mais seulement jusqu'à fin 2023...

L'Italie n'est pas le seul pays dans cette situation de déficit trop élevé. C'est également le cas de la France et de l'Espagne. Pour 2023, le ratio d'endettement s'établit à 140,2% du PIB, alors que le coût de financement supplémentaire lié aux hausses de taux s'élève à environ 13Mds€. Cependant, comme le souligne S&P dans sa dernière revue du 20 octobre où la notation BBB stable a été confirmée, la détérioration budgétaire est en ligne avec les hausses de taux et les nouvelles perspectives de croissance. La trajectoire devrait s'améliorer à partir de 2025, avec la fin du « super bonus », aide versée aux particuliers pour les rénovations de logement avec une meilleure efficacité énergétique, et le déploiement progressif des fonds de l'Union Européenne dans le cadre de son plan pour sortir « plus forte et plus résiliente de la crise » mis en place à la suite de la pandémie. L'Italie vient d'ailleurs de recevoir début octobre la troisième tranche de ces prêts pour 18,5Mds€. Afin de limiter l'impact du marché sur sa dette, l'Italie cherche à diversifier ses sources de financement. Le Trésor italien a émis deux « BTP Valore » d'échéances 4 et 5 ans, le premier en juin et le second début octobre, à destination des particuliers qui ont rencontré une forte demande. Au total 35Mds€ ont été émis à des taux légèrement inférieurs à ceux du marché (environ 30pbs) avec une prime supplémentaire s'ils sont conservés jusqu'à échéance. Enfin, l'Italie peut également compter sur le soutien de la Banque Centrale Européenne qui peut utiliser sa flexibilité dans les réinvestissements de ses programmes d'achat et même utiliser son outil anti-fragmentation mis en place en 2022, le TPI (« Transmission Protection Instrument ») si nécessaire. Les prochaines échéances de vote du budget et de révision des notations, Fitch le 10 novembre et Moody's le 17, pourraient néanmoins alimenter les inquiétudes actuelles des investisseurs et continuer à affecter les taux et les primes de risque italiens dans les prochaines semaines.

\*Il sol dell'avvenire (film de Nanni Moretti 2023)



Marie-Edmée de Monts de Savasse

Responsable d'équipe Gestion OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	27/10/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
<b>Taux directeurs</b>											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,25	4,50	3,25	0,00	0,25	1,00	2,25		
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,00	2,50	2,00	0,00	0,50	2,00	2,50		
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	3,50	2,00	1,50	0,00	0,50	2,00	2,50		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,00	3,50	2,25	0,00	0,25	1,75	3,00		
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	4,83	4,91	3,84	3,87	3,92	-8	100	96	92	-17	18
Allemagne	2,83	2,89	2,42	2,57	1,96	-6	42	26	87	-20	29
France	3,45	3,51	2,95	3,12	2,47	-6	50	34	99	3	58
Italie	4,80	4,93	4,10	4,72	4,01	-12	71	9	80	88	53
Royaume-Uni	4,54	4,65	4,38	3,67	3,58	-11	16	87	97	-20	48
Japon	0,88	0,84	0,39	0,42	0,26	4	49	46	63	79	97
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	89,3	89,5	76,2	90,6	113,7	-0,1	13,1	-1,3	-24,3		
Indice Itraxx Crossover	469,8	472,5	411,0	474,1	557,2	-2,7	58,8	-4,3	-87,5		

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

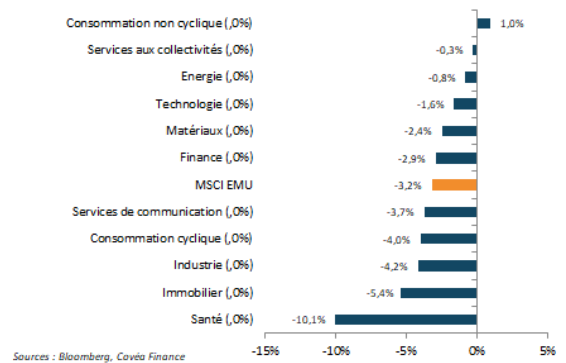
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché actions de la zone euro (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire, dividendes non réinvestis) s'est affiché en légère baisse (-0,3%), toujours pénalisé par des niveaux de taux d'intérêt toujours élevés. En outre, les troubles au Proche-Orient portent le risque d'une propagation du conflit à d'autres pays et d'une hausse des cours du pétrole qui pourrait retarder le reflux de l'inflation. La semaine s'est aussi caractérisée par la publication d'indicateurs d'enquête économique décevants en Europe et montrant une dégradation du climat des affaires dans l'industrie et les services. Concernant les performances sectorielles, deux secteurs se sont démarqués à la hausse. D'une part, celui des matériaux (+2,6%) est aidé par la hausse du cours des matières premières tandis que d'autre part, celui de la technologie (+2,2%) bénéficie de bonnes publications de résultats trimestriels, notamment Dassault Systèmes (+11,5%) et le Néerlandais BE Semiconductor Industries (+14,7%). Par contre, la société de paiements Worldline (-52%) a déçu sur ses résultats et a remis en cause ses cibles 2023. De la même manière, Sanofi a revu à la baisse ses objectifs de rentabilité pour 2024 et 2025, principalement à cause de l'augmentation des budgets de recherche et développement. L'annonce de la prochaine introduction en bourse du pôle santé grand public n'a pas empêché le cours de baisser de près de 20% suite à la publication. La baisse du titre a pesé sur le secteur pharmaceutique, en recul de -6,5% sur la semaine. En termes géographiques, l'indice portugais a été soutenu par la bonne publication du 3<sup>ème</sup> trimestre du distributeur alimentaire Jeronimo Martins, pondération importante de la cote locale. Enfin, l'indice des petites et moyennes valeurs MSCI EMU Small Cap (-0,9%) continue de sous performer l'indice des grandes valeurs. Dans un contexte de marché incertain, les investisseurs affichent leur préférence pour les valeurs les plus liquides.

Performances sectorielles du MSCI EMU du 13/10/2023 au 27/10/2023 (GICS)



### Le Focus de la semaine : L'automatisation industrielle, priorité pour les entreprises et les Etats.

La modernisation et la régionalisation des chaînes de production fait partie des *changements structurels* que nous déclinons au sein de nos Perspectives Economiques et Financières. Pour les entreprises, l'automatisation des usines permet de sécuriser la chaîne de production, de la rendre plus efficace et de réduire les contraintes sur les effectifs dans un objectif de maîtrise des coûts. L'automatisation concerne tous les secteurs d'activités : l'électronique et l'automobile, dont les procédés industriels sont précis et répétitifs, affichent le plus important déploiement d'équipements d'automatisation. Par exemple, le constructeur automobile Volkswagen vise à automatiser 89% de l'atelier de tôlerie de son usine de Zwickau en Pologne, grâce à son partenariat avec Siemens. Dans les services, le taux de pénétration des robots est moindre mais affiche des taux de croissance significatifs : selon un consultant, les installations de robots dans le secteur médical ont crû de 23% en 2021. Au-delà des équipements, le logiciel industriel a également pris une place importante dans l'automatisation des usines. Il permet par exemple de mesurer et d'optimiser l'utilisation des machines, en limitant leur consommation d'énergie. Grâce au logiciel industriel, les données peuvent aussi être partagées avec le client afin de l'aider à atteindre ses objectifs de décarbonation. Enfin, le logiciel de maintenance prédictive anticipe et évite les pannes et contribue donc à une plus grande durée de vie des équipements. Ainsi, Siemens vise une croissance annuelle de 10% de ses ventes de logiciels. Pour les Etats, le déploiement d'équipements d'automatisation est indispensable pour relocaliser une partie de l'appareil productif dont la fiabilité a été mise à l'épreuve par la pandémie et par la montée des tensions géopolitiques. Pourtant, cette volonté de réindustrialisation se heurte à de nombreuses contraintes, parmi lesquelles un manque de main d'œuvre qualifiée. La relocalisation des usines passera donc par une automatisation accrue des procédés industriels accompagnée de formations appropriées qui restent essentielles pour leur bonne intégration dans l'entreprise. Les soutiens et incitations gouvernementales en ce sens sont nombreuses : le Plan France 2030 prévoit une enveloppe de 800 millions d'euros consacrée au développement du secteur de la robotique dont la moitié pour la fabrication de robots qui intègrent de l'Intelligence Artificielle.

Antoine Peyronnet

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	27/10/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	136	140	147	132	126	-3,2	↓	-8,0	↓	3,0	↑	7,6	↑
MSCI EMU Mid Cap	852	891	937	907	872	-4,4	↓	-9,1	↓	-6,0	↓	-2,4	↓
MSCI EMU Small Cap	353	365	398	370	334	-3,4	↓	-11,3	↓	-4,6	↓	5,8	↑
MSCI Europe	145	151	153	143	138	-4,4	↓	-5,8	↓	1,5	↑	4,9	↑
France CAC 40	6 795	7 004	7 313	6 474	6 244	-3,0	↓	-7,1	↓	5,0	↑	8,8	↑
Allemagne DAX 30	5 812	6 010	6 312	5 693	5 403	-3,3	↓	-7,9	↓	2,1	↑	7,6	↑
Italie MIB	27 287	28 237	27 928	23 856	22 590	-3,4	↓	-2,3	↓	14,4	↑	20,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 291	7 600	7 472	7 452	7 074	-4,1	↓	-2,4	↓	-2,2	↓	3,1	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 366	8 783	8 675	8 417	8 210	-4,7	↓	-3,6	↓	-0,6	↓	1,9	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

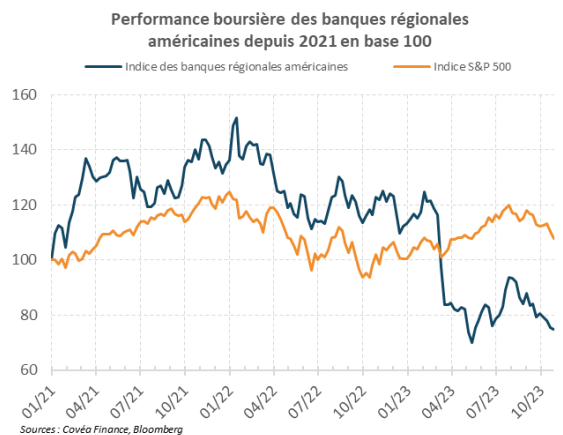
**En Asie**, les indices affichent des performances contrastées. Les marchés chinois étaient en hausse, soutenus par de nouvelles mesures de soutien à l'économie par le gouvernement chinois, l'intervention du fond souverain sur le marché action et la baisse des droits de timbre sur le marché Hongkongais. La hausse des bénéfices des entreprises industrielles chinoises pour le deuxième mois consécutif ont aussi entretenu la hausse des marchés. A l'inverse, les pays d'Asie du Nord (Taiwan, Corée du Sud), exposés à la chaîne de valeur des semiconducteurs, étaient pénalisés par les résultats décevants de Google dans le *cloud*, par la réduction des prévisions de dépenses en capital de Meta, ainsi que par la mauvaise publication de SK Hynix dans la mémoire. L'Inde et les pays d'Asie du Sud-Est subissaient aussi des prises de profits de la part des investisseurs. Sur le front des tensions géopolitiques, on notera les enquêtes fiscales lancées par les autorités chinoises sur le groupe Taiwanais Foxconn, l'un des principaux fournisseurs d'Apple, alors que le groupe cherche à diversifier sa production hors de Chine à quelques mois des élections présidentielles à Taiwan.

**Aux Etats-Unis**, le S&P 500 clôture la semaine en baisse de 2,5%, pénalisé par une saison des résultats relativement décevante, en particulier chez les géants du numérique. Par secteur, les services de communication affichaient la plus forte contreperformance après des mauvaises publications de Meta et d'Alphabet. L'énergie faisait aussi partie des plus fortes baisses, impactée par la baisse des prix du baril après la publication de stocks américains de pétrole brut en hausse. La baisse de Chevron, après une mauvaise publication de résultats et l'annonce de l'acquisition de Hess (producteur de gaz et de pétrole américain), a aussi pesé sur le segment. A l'inverse, les services publics étaient le seul segment à terminer en territoire positif soutenu par la publication rassurante de Nextera et la détente des rendements obligataires. Les matériaux terminaient proche de l'équilibre soutenus par l'espoir d'une reprise de la croissance du marché chinois après l'annonce de mesures de soutien à l'économie. Côté sociétés, on notera les annonces d'accord entre le syndicat automobile UAW et les constructeurs automobiles Ford et Stellantis, mettant ainsi fin à plus de six semaines de grèves. A l'inverse, le syndicat UAW a annoncé une extension de la grève chez General Motors à de nouveaux sites d'assemblage dans le Tennessee, les deux partis n'ayant pas réussi à trouver un accord sur les prestations de retraite et le statut des travailleurs temporaires.

### Le Focus de la semaine : Un T3 en demi-teinte pour les banques régionales américaines

Les publications de résultats du troisième trimestre (T3) ont révélé plusieurs tendances intéressantes. Malgré quelques signes de stress chez les consommateurs les moins aisés (épuisement de l'épargne excédentaire) et dans l'immobilier de bureau, les provisions pour créances douteuses ont été inférieures aux attentes (\$4,3 Mds, contre \$5,0 Mds au T2), permettant à la majorité des banques de publier des résultats supérieurs aux attentes. Parallèlement, même si la hausse des rémunérations des dépôts progresse moins vite qu'au T2, les coûts de financement restent tendus et les marges nettes d'intérêt sont en contraction de 20bp supplémentaires, à 3,10%, contre 3,30% au T2 et 3,60% au T1.

Suite à la hausse des taux d'intérêt (+73bp, à 4,57% pour le bon du trésor à 10 ans), la valorisation des portefeuilles obligataires disponibles à la vente s'est détériorée de \$9 Mds (soit une moins-value de \$101 Mds, contre \$92 Mds au T2) sans toutefois pénaliser les ratios de capitalisation CET1 qui demeurent solides (moyenne à 11,4%). Généralement parlant, les directions pointent vers une année 2024 difficile, caractérisée par une faible croissance des prêts (diminution de la demande et resserrement des conditions de l'offre), un risque de crédit plus marqué (conjuncture fragile et grosses échéances de refinancement) et une poursuite des pressions réglementaires. Dans ce contexte, plusieurs institutions ont entamé des programmes de réductions de coûts (comme PNC et Truist) et toutes s'emploient à réduire la sensibilité de leurs portefeuilles obligataires en réinvestissant les tombées sur des échéances inférieures à 3 ans. Au total, ces publications trimestrielles tendent à confirmer les problématiques sectorielles évoquées lors du dernier PEF et notre volonté de rester à l'écart d'institutions dont la rentabilité est structurellement mise à mal par la remontée des taux d'intérêt et une intensification des pressions réglementaires.



Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	27/10/23	J-7	29/06/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 117	4 224	4 396	3 840	3 901	-2,5 ↓	-6,3 ↓	7,2 ↑	5,5 ↑	-2,3 ↓	-3,7 ↓	8,7 ↑	-0,4 ↓
Etats-Unis - Dow Jones	32 418	33 127	34 122	33 147	32 862	-2,1 ↓	-5,0 ↓	-2,2 ↓	-1,4 ↓	-1,9 ↓	-2,3 ↓	-0,9 ↓	-7,0 ↓
Etats-Unis - Nasdaq	12 643	12 984	13 591	10 466	11 102	-2,6 ↓	-7,0 ↓	20,8 ↑	13,9 ↑	-2,4 ↓	-4,3 ↓	22,4 ↑	7,4 ↑
Japon Nikkei 300	478	478	486	401	401	0,0 ↓	-1,7 ↓	19,2 ↑	19,1 ↑	0,4 ↑	-2,2 ↓	5,8 ↑	10,7 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 303	2 375	2 550	2 280	2 268	-3,0 ↓	-9,7 ↓	1,0 ↑	1,5 ↑	-3,1 ↓	-9,4 ↓	-5,2 ↓	0,7 ↑
Chine - Shanghai	3 018	2 983	3 182	3 089	2 916	1,2 ↑	-5,2 ↓	-2,3 ↓	3,5 ↑	1,4 ↑	-3,4 ↓	-7,0 ↓	-3,5 ↓
Hong Kong Hang Seng	17 399	17 172	18 934	19 781	14 863	1,3 ↑	-8,1 ↓	-12,0 ↓	17,1 ↑	1,6 ↑	-5,3 ↓	-11,1 ↓	10,8 ↑
Marchés Emergents - MSCI	920	926	987	956	846	-0,6 ↓	-6,8 ↓	-3,8 ↓	8,8 ↑	-0,4 ↓	-4,2 ↓	-2,6 ↓	2,6 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

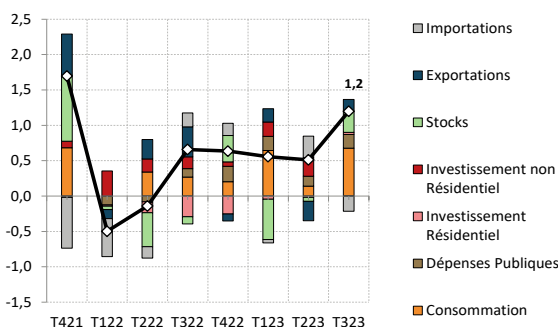
« Le consommateur américain reste le principal soutien de la croissance au troisième trimestre »

**L'estimation préliminaire du Produit Intérieur Brut (PIB) du troisième trimestre (T3) est venue confirmer la résistance de l'économie américaine.** La croissance trimestrielle s'est établie à 1,2% (après 0,5% au T2), ce qui constitue la plus forte progression séquentielle depuis 2021. Cette vigueur repose une nouvelle fois largement sur les épaules du consommateur américain : les dépenses des ménages ont progressé de 1% en glissement trimestriel, tirées à la fois par les services (+0,9%), les biens durables (+1,9%) et non-durables (0,8%). Pourtant, le revenu réel des ménages a reculé sur le trimestre, les ménages puisant dans leur épargne pour soutenir ce rythme de dépenses, une tendance qui ne saurait être sans fin. Le taux d'épargne est ainsi passé de 5,2% du revenu disponible au T2 à 3,5% au T3. Le mouvement de restockage a également contribué à la bonne performance sur le trimestre (+81 Mds\$ au T3). Par ailleurs,

l'investissement résidentiel s'est repris (+1%), après 9 trimestres consécutifs de contraction, et ce malgré la nouvelle envolée des taux d'intérêt intervenue au cours de l'été. Le mouvement de resserrement des conditions financières doit toutefois conduire à la prudence quant à la dynamique de l'immobilier. Il en est de même pour l'investissement productif qui stagne sur le trimestre (0%), en raison de dépenses en infrastructures qui marquent le pas (+0,4%) après plusieurs trimestres très dynamiques. Les dépenses en équipements s'inscrivent en baisse (-1%), tandis que celles liées à la propriété intellectuelle progressent modérément (+0,6%). Concernant le commerce extérieur, le déficit commercial s'est creusé sur le trimestre (-938 Mds\$ contre -928 au T2), en raison d'une hausse plus prononcée des importations que des exportations.

**Après six semaines de grèves, le syndicat ouvrier UAW (United Auto Workers) a conclu un accord avec la direction de Ford prévoyant une augmentation de salaires de 25% sur quatre ans pour les travailleurs des chaînes de production.** La première année, la hausse serait de 11%. L'augmentation globale porterait le salaire maximum pour les travailleurs des chaînes de production à près de 40\$ de l'heure. Par ailleurs, les travailleurs bénéficieront d'indexation en fonction de l'évolution du coût de la vie, une mesure qui avait été suspendue depuis 2009. Cet accord, qui doit encore être ratifié par les membres du syndicat (57 000 chez Ford), est historique par l'ampleur des gains salariaux obtenus. Alors qu'un accord quasiment identique semble avoir été conclu entre le syndicat et Stellantis, la pression se renforce sur GM pour lequel les négociations sont toujours en cours. A l'heure où l'inflation peine toujours à se réduire, le risque de dérapage de la boucle prix-salaire sort également renforcé de ce bras de fer.

Etats-Unis : Contribution à la croissance trimestrielle (Volume, AVS)



Sources : BEA, Covéa Finance

Dernier point : T3 23

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Ventes logements neufs <small>Milliers d'unités</small>	sept.-23	759	676	769	637
Conf. des consommateurs - Michigan <small>Indice</small>	oct.-23	63,8	67,9	77,6	59,0
Revenu disponible <small>Vol, CVS, GA%</small>	sept.-23	3,5	3,7	3,2	-6,0
Dépenses de consommation <small>Vol, CVS, GA%</small>	sept.-23	2,4	2,3	8,4	2,5
PIB <small>Vol, CVS, GA%</small>	T3 23	2,9	2,4	5,8	1,9

\*Du 23/10/2023 au 29/10/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Les prix des dépenses personnelles de consommation ont progressé de 0,4% en glissement mensuel en septembre, ce qui laisse la croissance annuelle des prix inchangée à 3,4%. Hors alimentation et énergie, les prix enregistrent une hausse de 0,3%, la plus forte depuis mai dernier. Les prix des services, les plus influencés par les salaires, affichent une hausse mensuelle de 0,5% sur le mois (plus haut depuis janvier dernier), ce qui devrait conforter la Réserve fédérale dans le maintien d'un ton restrictif. En rythme annuel, l'inflation sous-jacente se modère très légèrement à 3,7%.

**La publication des indicateurs PMI aux Etats-Unis et en Europe illustre la divergence croissante entre une économie américaine qui résiste et une européenne fragilisée.** L'indicateur d'enquête PMI manufacturier américain a légèrement progressé en octobre et passe de 49,8 à 50 points. Dans le détail, les composantes production et nouvelles commandes s'améliorent (respectivement à 51,1 et 51), tandis que l'emploi se dégrade (49,8, contre 51,9 en septembre). Dans les services, l'indice PMI s'inscrit également en hausse modérée à 50,9, après 50,1 en septembre, et les sous-composantes connaissent des évolutions similaires à celles du manufacturier. Ces deux enquêtes suggèrent un momentum un peu plus favorable, même si les niveaux actuels renvoient à une croissance modeste, voire à une stagnation. A minima, les PMI ne décrivent pas une détérioration de l'activité à l'entrée du 4<sup>ème</sup> trimestre, malgré le resserrement accru des conditions financières depuis le mois d'août.

Les ventes de logements neufs ont nettement rebondi en septembre (+12,3% sur le mois), compensant largement la forte baisse enregistrée le mois précédent. En tendance, les ventes semblent mieux orientées depuis 6 mois, mais cette donnée est très volatile et sujette à des révisions importantes. La prudence reste donc de mise, d'autant que les autres publications dans l'immobilier résidentiel décrivent une dégradation de l'activité (confiance des promoteurs NAHB, ventes dans l'ancien, permis de construire).

**Au Congrès, après plusieurs retournements, les Républicains se sont finalement mis d'accord pour élire Mike Johnson à la Présidence de la Chambre des représentants.** Cet élu de Louisiane, soutien de Donald Trump, était le 4<sup>ème</sup> candidat républicain depuis la destitution de Kevin McCarthy début octobre. La Chambre des Représentants peut donc de nouveau fonctionner après 22 jours de blocage, et engager les négociations pour le financement de l'Etat fédéral, alors que le budget fédéral provisoire négocié fin septembre expire le 17 novembre. En l'absence d'accord, le gouvernement fédéral serait contraint de fermer les activités non essentielles, faute de financement. Par ailleurs, sur le plan international, le Congrès devrait se prononcer rapidement sur les aides financières demandées par la Maison-Blanche pour soutenir l'Ukraine et Israël.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

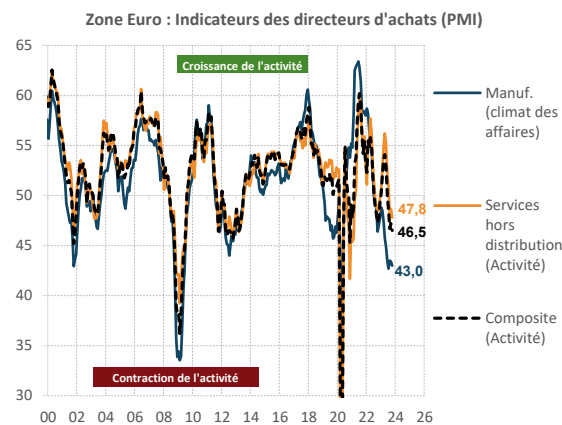


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« La BCE appuie sur pause »

**Le Conseil des gouverneurs de la BCE a, sans surprise, décidé jeudi dernier de laisser les taux directeurs inchangés**, le taux de dépôt restant ainsi à 4,50%. Le discours d'accompagnement est également semblable à celui tenu en septembre : les progrès sur le front de l'inflation sont salués, la vigilance restant toutefois de mise malgré l'importance des risques à la baisse sur les perspectives économiques. Dans ce contexte, le caractère restrictif de la politique monétaire doit être maintenu pendant une période prolongée, la question d'une éventuelle détente future de la politique de la banque centrale n'est pas évoquée. En revanche, contrairement à ce que certains des membres du Conseil des gouverneurs avaient laissé entendre au préalable, il n'a pas été question du calendrier de diminution du portefeuille d'obligations achetées dans le cadre du programme d'achat PEPP. La formule précédente est reconduite : le réinvestissement en totalité du fruit des tombées de titres de ce portefeuille sera poursuivi au moins jusqu'à fin 2024.



Sources : S&P Global, Covéa Finance

Dernier point : oct 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
ZE	PMI Services	Indice	oct.-23	47,8	48,7	53,6	52,1
	PMI Manuf.	Indice	oct.-23	43,0	43,4	60,2	52,1
	Prêts aux Entreprises	Val, CVS, GA%	sept.-23	0,2	0,7	4,3	6,4
AL	PMI Services	Indice	oct.-23	48,0	50,3	53,1	51,1
	PMI Manuf.	Indice	oct.-23	40,7	39,6	61,6	51,8
	IFO - perspectives de prod. à 6 mois	Indice	oct.-23	83,5	82,5	100,1	84,3
FR	PMI Services	Indice	oct.-23	46,1	44,4	53,8	53,7
	PMI Manuf.	Indice	oct.-23	42,6	44,2	56,7	51,8
RU	PMI Services	Indice	oct.-23	49,2	49,3	56,1	53,7
	PMI Manuf.	Indice	oct.-23	45,2	44,3	59,2	51,6

\* Du 23/10/2023 au 29/10/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**Le PMI composite d'activité de la zone euro a reculé de 0,7 point en octobre.** À 46,5, il atteint un nouveau plus bas depuis mai 2020, en pleine crise de la Covid-19. Ce nouveau recul reflète une dégradation de la conjoncture tant dans le secteur manufacturier que dans les services. La contraction de l'activité répond à une baisse accentuée de la demande, l'indicateur composite des nouvelles commandes étant au plus bas depuis 2009, si l'on excepte les premiers mois de la pandémie de Covid-19. La faiblesse de l'activité se traduit par une diminution des tensions inflationnistes en amont pour le secteur manufacturier, les prix des intrants industriels étant encore signalés en baisse, en dépit du redressement des prix de l'énergie. Dans les services, en revanche, la progression des salaires s'ajoute à la hausse des prix des carburants pour nourrir la hausse des coûts d'exercice des activités. Le PMI composite de la France s'est toutefois légèrement redressé, même s'il reste clairement en zone de contraction de l'activité, grâce à un gain de 1,7 point de l'indicateur des services, alors que la dégradation de la situation s'est accentuée dans l'industrie manufacturière. En Allemagne, on observe un mouvement inverse, avec un léger redressement du PMI manufacturier, mais toujours à très bas niveau (+1,1 point à 40,7), accompagné d'une chute de l'activité dans les services (-2,3 points à 48,0). Sans que les détails soient disponibles, le reste de la zone euro aurait enregistré sa plus forte baisse d'activité depuis un an.

**Dans la zone euro, l'encours de prêts des banques aux agents privés était en léger recul sur un an en septembre (-0,3%),** pour la première fois depuis avril 2015. Sur le mois écoulé, le flux net a pourtant été positif de près de 28Mds€. En particulier, les crédits accordés aux ménages ont dépassé de 5Mds€ leurs remboursements, alors que le flux net de concours aux entreprises non-financières approchait 4Mds€. Les crédits immobiliers accordés aux ménages restent positifs, malgré une production de nouveaux crédits signalée en baisse.

En ce qui concerne les entreprises, le flux net de prêts à court terme a dépassé 6Mds€, au plus haut depuis un an, alors que le flux net de concours à long terme est négatif de 5Mds, ce qui n'est a priori (toutes choses égales par ailleurs) pas positif pour l'investissement. Du côté des dépôts, les avoirs à vue des ménages ont continué à se contracter, mais les entreprises ont nourri leurs dépôts à vue en septembre.

**En Allemagne, l'indice IFO de climat des affaires s'est redressé** un peu plus franchement qu'attendu par les marchés en octobre (+1,1 point à 86,9), grâce à la perception d'une conjoncture un peu moins dégradée et un moindre pessimisme pour les prochains mois. Les trois indicateurs restent toutefois à des niveaux très bas et le mouvement du mois d'octobre n'est pas (encore) de nature à provoquer un véritable regain d'optimisme sur les perspectives d'activité économique en Allemagne. Dans le détail, les entreprises des différents secteurs expriment des sentiments divergents. Ainsi, dans le secteur manufacturier, le moindre scepticisme sur la possibilité d'un redressement dans les six prochains mois intervient alors que le jugement sur la situation actuelle s'est encore dégradé. Au contraire, les entreprises de services constatent une nette amélioration de leur activité et espèrent qu'elle va s'amplifier. Dans la distribution (de gros et de détail), les indicateurs de jugement sur la situation présente et des perspectives sont tous les deux en baisse. Enfin, dans la construction, les sondés exposent une légère dégradation de la situation actuelle mais sont un peu moins pessimistes pour les prochains mois. Sur la base des statistiques et résultats d'enquêtes disponibles, la Bundesbank estime que le PIB allemand devrait s'être contracté au troisième trimestre. L'activité industrielle souffre d'une panne de la demande extérieure, alors que la hausse des coûts de financement pèse sur l'investissement. L'office des statistiques publiera sa première estimation de la croissance au troisième trimestre, sans détails chiffrés, le 30 octobre.

**Au Royaume-Uni, le ralentissement économique se poursuit.** Le PMI composite s'est établi en dessous du seuil des 50 en octobre pour le troisième mois consécutif, à 48,6. La contraction de l'activité s'observe tant dans les services que dans le secteur manufacturier, ce qui est de mauvaise augure quant aux risques de récession de l'économie britannique au quatrième trimestre. Les indicateurs prospectifs de l'enquête suggèrent par ailleurs que les perspectives s'assombrissent selon les chefs d'entreprises interrogés, dans un contexte économique incertain.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Focus : le durcissement de la politique de la BCE continue à se diffuser dans le financement de l'économie

L'impact du resserrement de la politique monétaire continue à affecter le comportement de prêt des banques ainsi que sur la demande de crédit des ménages et des entreprises. C'est au moins ce que montrent les résultats de la dernière édition de l'enquête trimestrielle de la BCE sur les conditions de crédit.

**Les établissements de crédit ont encore durci les conditions d'octroi de concours aux entreprises non-financières et aux ménages au troisième trimestre**, plus encore qu'ils l'annonçaient dans la livraison précédente de cette enquête. A l'appui de leur réticence accrue à prêter aux agents non-financier privés, les banques évoquent l'augmentation des risques liés à la situation économique. Elles jugent que les risques globaux, mais aussi les risques attachés aux emprunteurs potentiels sont élevés. Parallèlement, elles se montrent aussi plus frileuses : leur appétence au risque diminue.

Mais leur capacité à produire du crédit est aussi entravée par la diminution des liquidités disponibles, sous l'effet de la cure d'amaigrissement entamée par le bilan de la banque centrale européenne ainsi que par l'augmentation de leurs coûts de refinancement. De ce point de vue, **les questions supplémentaires posées ce trimestre montrent que la distribution de crédit est davantage freinée par la diminution du matelas de liquidités excédentaires que par la hausse des taux d'intérêt**. Ce mouvement est jugé, jusque-là, favorable aux marges, et donc à la profitabilité, des banques. En revanche, l'arrivée à échéance de l'opération TLTRO III est mise en avant comme un élément qui a lourdement pesé sur la capacité des banques de la zone euro à prêter aux entreprises non-financières et aux ménages.

Ces éléments (augmentation du risque couplée à la baisse de l'appétence des banques au risque, ainsi que la dégradation des conditions de liquidité et de refinancement) ont ainsi conduit à la poursuite de l'augmentation du taux de rejet des demandes de financements des agents non-financiers privés.

Le comportement plus restrictif des banques s'ajoute à une demande en recul plus marqué ces derniers mois que l'envisageaient les sondés au début de l'été, en particulier de la part des entreprises. La tendance à la baisse de la demande de crédit des entreprises et des ménages résulte d'ailleurs en partie de l'évolution des conditions de l'offre bancaire. Face à des taux de rejet des demandes en hausse, certains emprunteurs, notamment des PME, peuvent renoncer à déposer un dossier de demande de prêt... et à l'activité qu'elles entendaient financer.

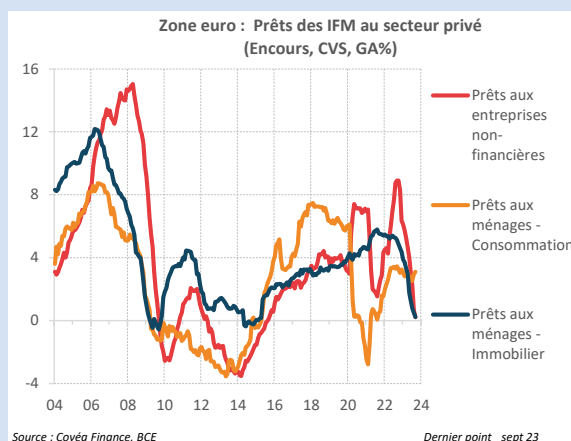
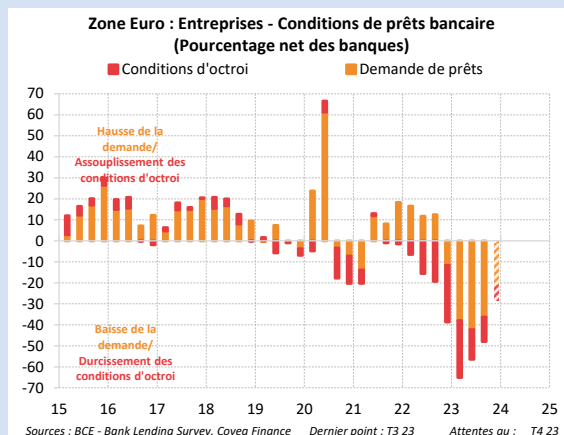
D'autres peuvent aussi préférer s'abstenir en raison du durcissement, également signalé dans l'enquête de la BCE, des conditions attachées aux crédits consentis, en termes de collatéraux ou de taux d'intérêt. En effet, non seulement les banques se montrent plus sélectives dans les demandes de financement, mais elles se montrent aussi plus exigeantes envers les entités auxquelles elles souhaitent prêter. Cet aspect du durcissement passe par une augmentation des exigences en termes de collatéral (essentiellement pour les crédits aux entreprises). Il peut les conduire à rejeter des demandes de prêts immobiliers à des ménages dont les dossiers seraient à la limite de l'acceptabilité. Mais il passe surtout par une augmentation de l'écart entre les taux d'intérêt des crédits accordés et le coût de leur ressource.

Dans ce contexte, les statistiques de distribution de crédits des Institutions Financières et Monétaires (IFM) aux entreprises non-financières et aux ménages peuvent sembler surprenantes. Certes, l'encours de prêts des IFM de la zone euro au secteur privé (entreprises non-financières, ménages, autres intermédiaires financiers et assurance & fonds de pensions) était en baisse sur un an en septembre (-0,3%), pour la première fois depuis avril 2015. **Mais le flux net de prêts était positif sur le dernier mois connu, comme sur l'ensemble du troisième trimestre.**

La dynamique positive de la distribution de crédit bancaire est soutenue par la demande de financement des ménages. Les flux nets de prêts à la consommation, en particulier, restent significativement positifs, malgré une confiance des consommateurs en berne et la hausse des taux d'intérêt.

Parallèlement, en dépit de la déprime des marchés immobiliers résidentiels, qui s'accompagne d'une nette baisse de la production de nouveaux prêts à l'habitat pour les ménages, le flux net de cette catégorie de crédits s'est avéré positif en septembre, comme sur l'ensemble du troisième trimestre.

En revanche, même s'il est légèrement positif en septembre, le flux net de prêts des IFM aux entreprises non-financières de la zone euro reste négatif sur l'ensemble du troisième trimestre, avec la forte diminution de la demande de concours à court terme dans un contexte d'utilisation des excédents de liquidités accumulés en 2020-2021 sur les comptes à vue de ces entreprises non-financières. Mais l'élément le plus inquiétant, du point de vue de l'activité économique, se trouve dans le flux net négatif de crédits aux entreprises à long terme enregistré en septembre. A la lumière des résultats d'enquêtes de conjoncture, mais aussi de celle de la BCE auprès des banques sur les raisons des variations de la demande de crédit des agents non-financiers privés, les craintes que l'on peut nourrir pour la vigueur de l'investissement des entreprises en sont renforcées.



Jean-Louis Mourier  
Economiste

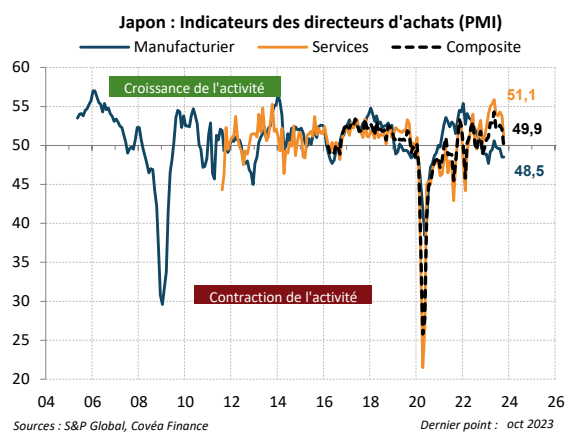


# Suivi Macroéconomique

## Asie

« Au Japon, l'activité des services se normalise et l'industrie reste en sous-régime »

**La reprise de l'économie japonaise marque le pas selon les enquêtes PMI.** La perte de vitesse qui s'était amorcée le mois dernier semble se confirmer avec un PMI composite qui passe légèrement en zone de contraction à 49,9. Les services, qui avaient été en forte expansion sur les trois premiers trimestres de l'année avec un PMI qui se situait autour de 54 sur cette période, sont particulièrement concernés par ce ralentissement avec un PMI à seulement 51,1 en octobre. L'activité reste donc en zone d'expansion mais à un rythme nettement moins marqué. Cette modération se généralise à la plupart des sous-composantes de l'indice à l'exception de l'emploi qui reste robuste. Du côté de l'industrie manufacturière, l'activité reste en contraction avec un indice qui se maintient à 48,5 (comme en octobre) et en particulier une forte baisse de sa composante production. Notons toutefois que le fort recul des stocks rapporté sur le mois pourrait amener à un renforcement de la production sur la fin de l'année.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	PMI Services	Indice oct.-23	51,1	53,8	48,2	50,4
	PMI Manuf.	Indice oct.-23	48,5	48,5	52,7	52,1

\* Du 23/10/2023 au 29/10/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**En Corée du Sud, l'activité économique est restée plutôt vigoureuse au troisième trimestre.** La croissance du PIB s'est maintenue à 0,6% en glissement trimestriel, principalement soutenue par le commerce extérieur. En particulier, les exportations (+3,5%) ont bénéficié d'une dynamique favorable de la demande internationale pour les produits de haute technologie, et en particulier les semi-conducteurs, qui a soutenu la production industrielle coréenne. Contrairement au dernier trimestre, la demande domestique contribue désormais favorablement à la croissance malgré une dynamique toujours modérée de la consommation des ménages (+0,3%). L'investissement dans la construction a été dynamique alors que l'investissement en capacités de production s'est contracté sur le trimestre.

**En Australie, l'inflation vigoureuse pourrait amener la banque centrale (RBA) à sortir du statu quo.** Les prix à la consommation ont progressé de 5,4% en glissement annuel au 3<sup>ème</sup> trimestre, après +6,0% au deuxième trimestre. Mais ce ralentissement est le reflet d'effets de base alors que les prix accélèrent en rythme séquentiel. La dynamique de l'inflation reflète principalement la vigueur des prix de l'énergie, du logement et des tarifs des assurances et des services financiers (notamment soutenus par l'ajustement des tarifs à l'amorce de la nouvelle année fiscale qui débute 1<sup>er</sup> juillet en Australie). Le maintien de pressions sur les prix, couplé à la dynamique de l'activité, pourrait amener la RBA à annoncer prochainement une nouvelle hausse de taux après 5 mois de pause.

**Sur le plan géopolitique, Xi Jinping et Joe Biden devraient prochainement s'entretenir en personne.** La rencontre devrait avoir lieu courant novembre à San Francisco à l'occasion du sommet de la Coopération économique Asie-Pacifique. Alors que le ministre des Affaires étrangères chinois, Wang Yi, était déjà en visite officiel aux Etats-Unis la semaine dernière, Xi Jinping a appelé à des relations stables avec les Etats-Unis, fondées sur « le respect mutuel, la coexistence pacifique et la coopération gagnant-gagnant ».

Louis Martin

Economiste Zone Asie





# Suivi Macroéconomique

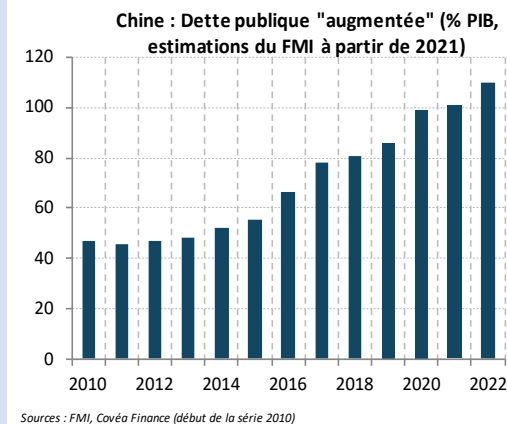
## Focus : Les autorités chinoises renforcent le soutien budgétaire à l'activité

Les responsables politiques ont approuvé une augmentation du budget annuel du gouvernement central, faisant passer le déficit public officiel de 3,0% à 3,8% du PIB.

**Cette rectification du budget à mi-année fiscale est une démarche particulièrement atypique en Chine puisque ce n'était plus arrivé depuis 1998, lors de la crise financière asiatique.** Traditionnellement, les autorités privilégient en effet le renforcement du soutien budgétaire via une augmentation des émissions d'obligations spéciales des gouvernements locaux qui ne sont pas comptabilisées dans le budget du gouvernement central (cette difficulté a notamment amené le FMI à estimer une dette publique « augmentée » de la Chine pour y intégrer ces éléments ; voir le graphique). L'approche employée par le gouvernement pourrait donc refléter une volonté de l'Etat central de soulager quelque peu les autorités locales, déjà fragiles sur le plan financier, en prenant en charge une part plus importante du soutien à l'économie.

Il s'agit certes des mesures de soutien budgétaire les plus directes annoncées par les autorités depuis mars dernier. Mais les montants restent relativement modérés dans l'optique d'une large relance de l'activité. **L'augmentation du budget représente 137 Mds\$ (0,8% du PIB) dont la moitié sera dépensée au 4<sup>ème</sup> trimestre 2023 et l'autre moitié en 2024.** Toutes les nouvelles obligations associées à ces dépenses seront émises avant la fin de l'année. Peu de détails ont été communiqués sur l'utilisation de ces fonds mais, selon la presse d'Etat, ils seront largement transférés aux autorités locales afin de financer des dépenses d'infrastructures dans les régions ayant le plus souffert de désastres naturels (telles que les inondations de l'été dernier).

**Pour la première fois depuis son arrivée au pouvoir, Xi Jinping, s'est rendu la semaine dernière à la Banque populaire de Chine (PBoC)** accompagné d'autres hauts responsables chinois. Si la raison de cette visite reste inconnue, elle pourrait impliquer la volonté du gouvernement qu'un renforcement du soutien monétaire accompagne le soutien budgétaire supplémentaire. Au cours des derniers mois, la PBoC a certes assoupli sa politique mais elle s'est contentée de légères baisses des principaux taux directeur et des ratios des réserves obligatoires (RRR) ainsi que d'autres mesures de moindre ampleur.



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.