

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

30 janvier 2023

## La guerre de la Plata\*

Les guerres intestines sud-américaines du 19ème siècle semblent bien oubliées. Le Brésil et l'Argentine, les 2 géants du continent latino-américain, ont annoncé vouloir explorer la faisabilité de la création d'une monnaie commune à leurs 2 pays. En plus du réal et du peso, un nouveau « Sur » (« sud » en espagnol et « sur » en portugais) pour devise commune, à laquelle les autres pays du continent sont appelés à se joindre dans leur relation avec les pays tiers. Un continent qui a d'ailleurs montré son autonomie de pensée et d'action lors des votes des résolutions contre la Russie en 2022 et des décisions de ne pas livrer d'armes à l'Ukraine en 2023. Si ce projet d'union monétaire est encore loin d'aboutir, il illustre parfaitement de nombreux thèmes soulevés dans nos Perspectives Economiques et Financières.

La tentation de dédollarisation d'une zone sous influence nord-américaine est symptomatique de la remise en cause à la fois du multilatéralisme et de l'utilité de la devise de la mondialisation, mais aussi de l'émergence du Pacifique comme nouveau centre du monde où l'influence chinoise ne rend plus indispensable l'emploi du dollar dans toutes les transactions économiques et financières. Par ailleurs, l'extraterritorialité du droit américain en matière d'utilisation du dollar à l'étranger et le gel d'avoirs d'entités privées russes a rappelé depuis 2014 les risques de sanctions unilatérales que peut prendre l'administration de Washington.

Ce projet illustre aussi la régionalisation dans les relations commerciales des pays ainsi que l'émergence d'un courant industriel sud-sud à l'occasion des bouleversements nés des transitions énergétiques et digitales. Si le projet est relancé par les présidents Lula et Fernandes, il avait déjà été évoqué mi-2019 entre les présidents Bolsonaro et Macri sur le même constat. Ces pays partagent une exposition aux chocs monétaires et économiques externes et ont un même profil d'exportateur de matières premières. La stabilité monétaire acquise par l'adoption d'une monnaie commune serait de nature à consolider leur croissance et faire baisser l'inflation. Reste à mettre les 2 économies sur le chemin de la « zone monétaire optimale » qui suppose une synchronisation des cycles économiques, un taux d'inflation proche, une stabilité de leur taux de change croisé et un degré d'ouverture bilatéral de leurs économies.

La route est donc encore longue avant l'adoption de cet instrument transfrontalier. Mais la volonté politique de ces pays et l'énergie déployée dans ce projet marque bien là aussi une quête d'indépendance, et la recherche d'une moindre vulnérabilité face aux puissances occidentales, quitte à abandonner leur souveraineté monétaire respective dans ce dessein régional.

\* la guerre de la Plata opposa entre 1851 et 1852 la Confédération d'Argentine à l'empire du Brésil à propos de leur influence respective sur la Bolivie, l'Uruguay et le Paraguay. Le Brésil voulait conserver l'indépendance de ces états tampons entre lui et son puissant voisin.

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

« un projet qui illustre de nombreux thèmes »



Nos defs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	27/01/23	09/11/22	T-12 mois	09/11/22	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,087	1,001	1,115	8,6	-2,5
€ / £	0,877	0,882	0,833	-0,5	5,3
€ / Yen	141,15	146,60	128,60	-3,7	9,8
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	87	93	89	-6,5	-3,0
Indice CRB*	560	561	582	-0,2	-3,8
Prix de l'once d'Or	1 929	1 714	1 793	12,6	7,6
Prix de la tonne de cuivre	9 264	8 105	9 782	14,3	-5,3
Indice Baltic Dry**	676	1 393	1 302	-51,5	-48,1
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1 030	1 579	5 053	-34,8	- 80

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 (données au 20/01/2023)

# Analyse de l'évolution des marchés

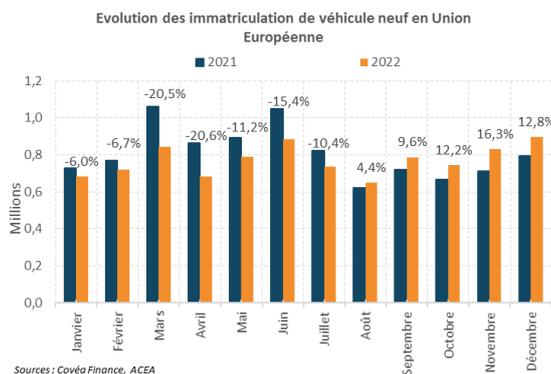
## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Après deux semaines de baisse, les taux souverains ont repris le chemin de la hausse dans la plupart des zones, dans le sillage d'indicateurs d'activité bien orientés. En Europe, le rendement 10 ans de l'OAT clôture la semaine à 2.24%, soit une hausse de 30pbs par rapport au plus bas de l'année. Sur le crédit, le rythme des nouvelles émissions ralentit quelque peu mais ne contrarie pas la tendance au resserrement des primes de risques : -15pbs\*\* depuis le début de l'année, à 165pbs et 3.89% de taux moyen, sur l'indice iBoxx de catégorie investissement.

### Le Focus de la semaine : Bilan des ventes de véhicules neufs dans l'Union Européenne et dans le reste du monde pour 2022

L'ACEA\* a publié fin janvier les chiffres des nouvelles immatriculations de véhicules pour le mois de décembre 2022 et par déclinaison pour l'ensemble de l'année 2022. Malgré une hausse des immatriculations de voitures neuves au global dans l'UE au mois de décembre à + 12,8% (tirée notamment par de bons chiffres en Allemagne et en Italie), la vision sur l'année 2022 est moins reluisante. En effet, l'Union Européenne a atteint son plus bas niveau depuis près de 30 ans en termes de vente de véhicules neufs à -4,6% par rapport à l'année précédente. Ceci est en partie explicable par la pénurie de certains composants, notamment des semi-conducteurs, sur la première partie de l'année 2022. L'Europe n'est pas la seule zone à afficher un déclin de ses ventes de véhicules neufs. Selon le rapport annuel de l'Association allemande de l'industrie automobile (VDA), les ventes de véhicules aux Etats-Unis sont en baisse de 8% sur l'année, et de 6% pour le Japon. Dans le trio de tête des plus gros marchés pour le secteur automobile, seule la Chine affiche des chiffres en croissance selon le même rapport. En effet, 23,2M de véhicules neufs ont trouvé preneur en Chine en 2022 soit une progression de 10% par rapport à l'année précédente.



Outre les ventes de véhicules neufs, le détail des exportations de véhicules par pays est édifiant. En effet, la Chine dépasse l'Allemagne en volume de véhicules exportés et devient le 2ème plus gros exportateur mondial derrière le Japon, avec un bond de 54% à 3,1M de véhicules exportés, contre 2,6M (+10%) pour l'Allemagne et plus de 3,2M pour le Japon. En regardant le détail des exportations chinoises, c'est le segment des véhicules électriques qui fait la différence, avec une progression des exportations de 120% par rapport à l'année précédente selon l'Association chinoise des constructeurs automobiles (CAAM). Les nouveaux acteurs Chinois qui arrivent sur le sol européen, comme BYD, Geely et Nio, disposent d'un triple avantage sur le marché des véhicules électriques : tout d'abord, les normes européennes environnementales d'émissions polluantes sont de facto validées pour les véhicules électriques chinois, annulant l'avance technologique européenne sur les moteurs thermiques. Ensuite, les taxes à l'importation ne sont que de 10% pour les véhicules chinois qui sont de plus éligibles aux subventions étatiques à l'achat dans la plupart des pays européens. Enfin, le prix à l'achat d'un véhicule électrique chinois est en moyenne 30% inférieur aux véhicules européens équivalents.

Sur l'année 2022, les primes de risque du secteur automobile en Europe\*\*\* se sont écartées de 74 pbs pour finir l'année à un taux de rendement de 4,34%. Depuis le début de l'année, les primes se resserrent de 20 pbs avec l'indice global Iboxx Euro Corporate. Les défis à venir pour l'Union Européenne seront de taille pour maintenir son industrie automobile compétitive face à la transition énergétique qui s'opère dans ce secteur, ainsi qu'à l'arrivée de ces nouveaux acteurs.

\*ACEA: Association européenne du secteur automobile

\*\*pbs: points de base

\*\*\*Notation moyenne du secteur automobile européen BBB+

Xavier Bouscharain

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	27/01/23	J-7	09/11/22	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/22	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
<b>Taux directeurs</b>											
Variations (en pbs)											
Réserve Fédérale Américaine	4,50	4,50	4,00	4,50	0,25	0,00	0,50	0,00	4,25		
BCE - Taux Repo	2,50	2,50	2,00	2,50	0,00	0,00	0,50	0,00	2,50		
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	1,50	2,00	-0,50	0,00	0,50	0,00	2,50		
Banque d'Angleterre	3,50	3,50	3,00	3,50	0,25	0,00	0,50	0,00	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>											
Variations (en pbs)											
Etats-Unis	3,50	3,48	4,09	3,87	1,80	2	-59	-37	170	-70	12
Allemagne	2,24	2,18	2,17	2,57	-0,06	6	7	-33	230	-33	-5
France	2,70	2,63	2,69	3,12	0,35	8	2	-41	236	4	27
Italie	4,10	3,99	4,29	4,72	1,29	10	-19	-62	281	105	18
Royaume-Uni	3,32	3,38	3,46	3,67	1,23	-6	-13	-35	210	-12	36
Japon	0,49	0,39	0,25	0,42	0,16	11	24	7	33	49	110
<b>Crédit</b>											
Variations (en pbs)											
Indice Itraxx Main	77,3	81,6	107,2	90,6	57,6	-4,3	-29,9	-13,3	19,6		
Indice Itraxx Crossover	405,0	429,1	523,1	474,1	279,6	-24,0	-118,1	-69,1	125,4		

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

Les marchés actions européens poursuivent leur mouvement haussier en ce début d'année. L'indice MSCI EMU (dividendes non réinvestis) progresse de 1.5% la semaine passée, porté par les premières publications de résultats annuels de sociétés et des statistiques économiques américaines sans surprise négative. Les investisseurs continuent de favoriser les secteurs les plus sensibles à l'activité économique, comme la consommation cyclique (+3%) ou encore la finance (+2.6%) et tournent le dos aux secteurs qui le sont moins tels que la consommation non cyclique (-1.4%) et la santé (-0.9%). Le secteur de la technologie (+3.7%) tire particulièrement son épingle du jeu grâce à la sphère des semi-conducteurs. La demande ne faiblit pas, soutenue par les commandes dans l'industrie et dans le segment automobile. En conséquence, ASML ainsi que STMicroelectronics font état de perspectives solides pour l'année 2023.

A l'inverse, des sociétés liées au secteur de la consommation déçoivent. Symrise, société allemande leader dans la fourniture d'ingrédients pour l'industrie alimentaire et soins d'hygiène, publie une rentabilité inférieure à son objectif initial et fournit des perspectives sans amélioration notable. Dans les spiritueux, Diageo et Rémy Cointreau sont sanctionnés en bourse en raison d'un ralentissement de la demande aux Etats-Unis dû à un niveau de stocks élevé. La division Vins & Spiritueux de LVMH n'est pas épargnée par ce ralentissement mais la division luxe compense. Cette solide performance du pôle luxe permet d'ailleurs à ses dirigeants de rester confiants pour 2023. Enfin, en termes de performances géographiques, l'appétit pour le risque se confirme avec le rebond des indices grecs et italiens alors que la bourse danoise ferme la marche pénalisée par le poids de Novo Nordisk, une société du secteur de la santé, leader dans le traitement du diabète.

Diageo et Rémy Cointreau sont sanctionnés en bourse en raison d'un ralentissement de la demande aux Etats-Unis dû à un niveau de stocks élevé. La division Vins & Spiritueux de LVMH n'est pas épargnée par ce ralentissement mais la division luxe compense. Cette solide performance du pôle luxe permet d'ailleurs à ses dirigeants de rester confiants pour 2023. Enfin, en termes de performances géographiques, l'appétit pour le risque se confirme avec le rebond des indices grecs et italiens alors que la bourse danoise ferme la marche pénalisée par le poids de Novo Nordisk, une société du secteur de la santé, leader dans le traitement du diabète.

### Le focus de la semaine : Une possible accélération des investissements en faveur de la transition énergétique en Europe ?

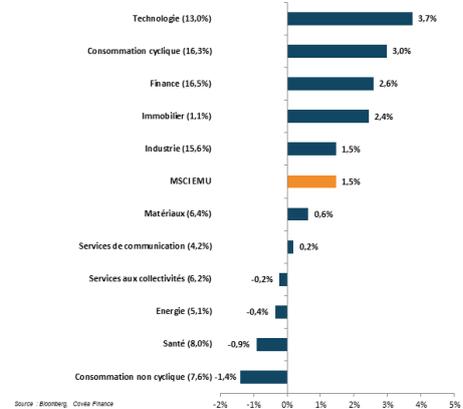
La réorganisation du complexe énergétique mondial est un enjeu clé au cœur de nos Perspectives Economiques et Financières. La guerre en Ukraine a conduit l'Union européenne à revoir sa politique énergétique en profondeur en interdisant désormais quasiment presque toute importation d'énergie fossile de Russie. La hausse du prix du pétrole, la flambée du prix du gaz et dans son sillage des prix d'électricité au cours des premiers mois du conflit ont entraîné une crise énergétique profonde. Depuis, même si les prix de ces matières premières ont baissé, les problématiques de sécurité et d'indépendance énergétique tout comme la transition énergétique restent d'actualité. Pour l'Union Européenne (UE), les objectifs sont clairs, successivement communiqué dans les plans « FitFor55 » et « RepowerEU », et le financement pour y arriver est en place au travers des fonds « Next Generation EU » et « EU Innovation fund ». Mais pour garantir le succès de son ambition, l'UE doit inciter ses entreprises à investir sur son territoire dans les énergies propres et les infrastructures permettant leur déploiement. Car dans le même temps, l'Administration américaine lance « l'Inflation Reduction Act » (IRA) en faveur des énergies propres, un programme de subventions fiscales massif de 369 Mds\$ sur dix ans amenant des dirigeants d'entreprises européennes à réfléchir à une relocalisation aux Etats-Unis.

Dans un récent discours, Ursula Von Der Leyen a évoqué la possibilité que l'UE lance à son tour un (nouveau ?) plan industriel en faveur des industries vertes pour inciter les sociétés européennes à investir en Europe. Gageons que ce nouveau plan soit plus ambitieux et plus directement orienté sur la réalisation des investissements et surmontera les obstacles tels que la hausse du coût de financement et des contraintes administratives lourdes allongeant la mise en production des projets. Les sociétés européennes sont très en avance sur les sujets autour de la transition énergétique par rapport à leurs concurrents américains et asiatiques. C'est un atout indéniable pour la zone qu'il conviendrait de conserver. Se posera malgré tout la question de la fiabilité de la chaîne d'approvisionnement et sa capacité à répondre à une demande en forte croissance de part et d'autre de l'Atlantique, c'est un point sur lequel nous serons particulièrement vigilant.

**Chicuong Dang**  
Gérant OPC Actions Europe



Performances sectorielles du MSCI EMU du 20/01/2023 au 27/01/2023 (GICS)



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	27/01/23	J-7	09/11/22	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/22	30/12/22	sur 12 mois	
MSCI EMU	145	143	130	132	149	1,5	↑	11,6	↑	-2,7
MSCI EMU Mid Cap	989	973	898	907	1 032	1,6	↑	10,1	↑	-4,2
MSCI EMU Small Cap	415	408	343	370	458	1,9	↑	21,0	↑	-9,3
MSCI Europe	153	152	141	143	157	0,6	↑	8,2	↑	-2,7
France CAC40	7 097	6 996	6 431	6 474	7 024	1,4	↑	10,4	↑	1,0
Allemagne DAX30	6 193	6 146	5 589	5 693	6 557	0,8	↑	10,8	↑	-5,6
Italie MIB	26 436	25 776	23 780	23 856	26 882	2,6	↑	11,2	↑	-1,7
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 765	7 771	7 296	7 452	7 554	-0,1	↓	6,4	↑	2,8
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 850	8 874	8 277	8 417	9 070	-0,3	↓	6,9	↑	-2,4

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

**Les marchés asiatiques** terminent la semaine en hausse. La Corée du Sud affiche la meilleure performance tirée par les secteurs cycliques et notamment les valeurs exposées à la chaîne du véhicule électrique (en lien avec les résultats de Tesla). Le Japon, dans la lignée des autres marchés développés, a également affiché une belle performance. A l'inverse, l'Inde continue de sous-performer largement la zone. Alors qu'en 2022, l'Inde avait eu la faveur des investisseurs compte tenu de son profil plus domestique et défensif, la tendance s'est inversée depuis le début de l'année avec la réouverture de l'économie chinoise. Un élément plus spécifique s'ajoute à cela : le conglomérat indien Adani a terminé en forte baisse à la suite d'allégations de fraudes comptables, corruption et blanchiment d'argent par un fonds d'investissement américain. Pour le moment, le groupe Adani conteste ces accusations mais les conséquences pourraient être non négligeables si elles étaient avérées, compte tenu de sa présence dans de nombreuses industries de l'économie indienne et d'autres régions du monde. Parmi les autres éléments transverses intéressants, notons que le Japon et les Pays-Bas devraient bientôt accepter de se joindre aux États-Unis pour restreindre les exportations, vers la Chine, d'équipements avancés servant à la fabrication de semi-conducteurs. Dans la thématique des déplacements ou ajouts de capacité de production, **Foxconn** et d'autres sociétés taiwanaises souhaitent augmenter leurs capacités au Mexique pour servir le marché américain en serveurs et composants nécessaires au véhicule électrique.

**Aux Etats-Unis**, les indices clôturent la semaine en hausse en amont de la réunion de la Banque centrale américaine et malgré un début de saison des résultats en demi-teinte. Le S&P 500 termine ainsi la semaine en hausse de 2,5%. En effet, les investisseurs anticipent un ralentissement de la dynamique de resserrement monétaire et des détails sur une éventuelle pause dans la remontée des taux lors de la prochaine réunion. Dans ce contexte, les secteurs à forte valorisation affichent les meilleures performances (technologie, services de communication et consommation cyclique). La consommation cyclique était aussi soutenue par les résultats de Tesla dont les baisses de prix lors du dernier trimestre ont soutenu la demande pour ses véhicules électriques. Au sein de la technologie, les semi-conducteurs terminent la semaine en forte hausse malgré la mauvaise publication d'Intel confronté aux incertitudes du marché des ordinateurs et des centres de données. Les secteurs plus défensifs (sociétés pharmaceutiques, consommation courante et services publics) affichent les moins bonnes performances. Côté entreprises, on notera la poursuite des annonces de plans de licenciements dans les valeurs du numérique avec notamment Lam Research (1,300 départs), IBM (3,900), Spotify (600) mais aussi dans d'autres secteurs comme l'industrie avec 3M (2,500), la consommation cyclique avec Hasbro (1,000) ou encore les matériaux avec Dow (2,000) : face à des perspectives économiques incertaines, nombre d'entreprises ont ainsi décidé d'ajuster leur structure de coûts...

### Le Focus de la semaine : le déclin démographique chinois

Pendant de nombreuses années, la Chine a été le pays le plus peuplé au monde. Ces derniers jours, le pays a publié la première baisse de sa population depuis les années 1960. Le nombre de naissances (passé de 10,62 millions en 2021 à 9,56 millions en 2022) et le taux de natalité (passé de 7,52 en 2021 à 6,77 en 2022, en nombre de naissances pour 1 000 habitants) ont tous deux baissé. Le constat est d'autant plus interpellant que la Chine n'a cessé de vouloir relancer la natalité depuis 2016 : fin annoncée de la politique de l'enfant unique (2016), possibilité d'avoir trois enfants depuis 2021 et multiplication des incitations (congés maternités plus longs, allocations de naissance). Le ralentissement de l'activité, les restrictions sanitaires et la hausse du nombre de décès, ont pu accentuer un ralentissement démographique déjà observé depuis quelques années. On peut également noter que l'OMS (Organisation Mondiale de la Santé) a récemment déploré la non prise en compte des décès récents liées au Covid-19. Difficile aujourd'hui d'interpréter les impacts à long terme de ce déclin sur l'économie, par exemple sur le secteur immobilier chinois. Toujours est-il que cette baisse démographique figure comme un élément supplémentaire à surveiller dans une économie qui montre de nombreuses fragilités et pour laquelle nos travaux mettent en avant un manque de plus en plus évident de transparence dans la communication gouvernementale.

Evolution de la performance du marché indien et chinois depuis le début de l'année (en devises locales)



Sources : Covéo Finance, Bloomberg. Base 100 au 31/12/2022

**Kenn Gagnon**

Responsable d'équipe Gestion Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	27/01/23	J-7	09/11/2022	30/12/22	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	09/11/2022	30/12/22	sur 12 mois	J-7	09/11/2022	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 071	3 973	3 749	3 840	4 432	2,5	8,6	6,0	-8,2	2,4	0,0	4,4	-5,8
Etats-Unis - Dow Jones	33 978	33 375	32 514	33 147	34 725	1,8	4,5	2,5	-2,2	1,7	-3,7	1,0	0,4
Etats-Unis - Nasdaq	11 622	11 140	10 353	10 466	13 771	4,3	12,3	11,0	-15,6	4,2	3,4	9,4	-13,4
Japon Nikkei 300	416	404	411	401	397	3,0	1,3	3,9	4,8	2,6	5,2	3,3	-4,5
Corée du Sud KOSPI	2 484	2 395	2 424	2 280	2 663	3,7	2,5	8,9	-6,7	3,6	5,3	9,2	-6,2
Chine - Shanghai	3 265	3 265	3 048	3 089	3 361	0,0	7,1	5,7	-2,9	0,0	5,6	5,5	-6,6
Hong Kong Hang Seng	22 689	22 045	16 359	19 781	23 550	2,9	38,7	14,7	-3,7	2,8	28,1	12,6	-1,7
Marchés Emergents - MSCI	1 051	1 036	900	956	1 191	1,4	16,8	9,9	-11,7	1,3	7,6	8,3	-9,5

Sources : Bloomberg, Covéo Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Envolée incertaine : le rebond du trafic aérien face aux obstacles

3 ans après le début de la pandémie de Covid-19, force est de constater que **le trafic aérien peine à retrouver son niveau d'avant la crise sanitaire**. Le bilan est sévère : le trafic passager aérien, calculé en revenu par passager au kilomètre (« RPK » - Revenu Passenger Kilometer), reste inférieur de 26% en novembre 2022 par rapport à ses niveaux de 2019 selon l'association du transport aérien international (IATA). Les sociétés aériennes sont les premières à en pâtir et enregistrent en 2022 un déficit pour la troisième année consécutive.

La reprise de l'aviation depuis le creux de 2020 se poursuit progressivement avec le développement de vaccins et le redémarrage de l'activité économique, ainsi que la levée progressive des restrictions de voyages. Elle n'est cependant pas homogène à travers le monde, la tendance au redressement variant considérablement d'un pays et d'une région à l'autre. L'Amérique du Nord a ainsi presque retrouvé son niveau d'activité pré-covid tandis que l'Asie Pacifique, emmenée par une Chine appliquant jusqu'à récemment une très stricte politique zéro-Covid, affiche un net retard par rapport à la situation de 2019.

En 2019, l'Asie-Pacifique était le premier marché du transport aérien, avec 34,7% du trafic, suivi par l'Europe (27%) et l'Amérique du Nord (22,3%). Les 3 dernières années ont cependant bouleversé et transformé ce marché : en 2021, l'Amérique du Nord représente alors 32,7% du trafic passager et l'Asie Pacifique seulement 27,6%.

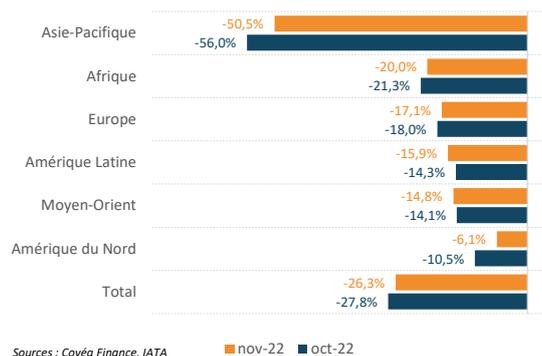
Le 7 décembre 2022, le gouvernement chinois opère un changement d'importance dans sa politique de gestion du Covid-19 en décidant de mettre fin aux restrictions de déplacement à l'intérieur du pays, permettant aux voyageurs chinois de se déplacer sans test PCR préalable. Le 26 décembre 2022, la Chine poursuit dans ce sens en décidant d'abolir officiellement sa politique zéro-Covid à partir du 8 janvier 2023 pour les voyageurs étrangers, qui seront dès lors dispensés de tests PCR et de quarantaine. Le premier moteur de la croissance mondiale se réouvre.

**L'assouplissement des mesures sanitaires et de voyages chinoises devraient permettre un rebond plus marqué du trafic aérien en 2023**, mais ce n'est qu'en 2024 que le rattrapage au niveau pré-covid est attendu par l'IATA. Il est important de noter que cette prévision reste très incertaine, le retour au niveau pré-covid était initialement prévu pour 2023, mais a été repoussé face à un rebond plus modéré qu'attendu.

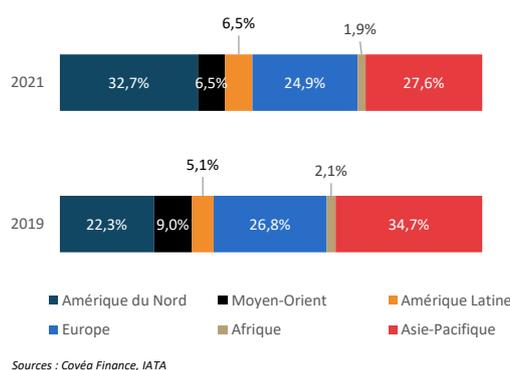
La reprise du trafic aérien en Chine impacte la demande de pétrole, notamment de kérosène, dans un contexte de marché pétrolier sous tensions (offre contrainte, tensions géopolitiques). La part de l'aviation et du transport maritime dans la demande est passée de 12,5% en 2018 à 10,5% en 2021 selon l'IEA (*International Energy Agency*), au profit notamment de l'industrie et de la pétrochimie qui voient leur part dans la demande de pétrole passer de 19% à 22% sur cette période. En volume, la consommation de pétrole pour l'aviation était de 5,2 millions de barils par jours (Mb/j) en 2021, inférieure de 30% au niveau de 2019, et est attendue autour de 6 Mb/j en 2022, soit une croissance de 0,8 Mb/j sur l'année. En 2023, l'IEA anticipe une croissance de la demande de pétrole pour l'aviation similaire à 2022 (0,9 Mb/j) pour la porter à environ 6,9 Mb/j, menée notamment par la réouverture de la Chine.

**Il persiste cependant de nombreuses incertitudes sur la vigueur du rebond de l'aviation en 2023 et, au-delà, sur la reprise du secteur à moyen/long terme.** Les niveaux de contamination en Chine ont incité de nombreux pays (les Etats Unis, la France ou encore le Royaume Uni) à imposer des tests PCR négatifs pour les voyageurs en provenance de ce pays. Si ces mesures restrictives venaient à perdurer, l'ampleur du rebond du trafic aérien en Chine pourrait être remis en cause. De plus, un ralentissement économique en 2023 devrait également impacter la reprise du trafic aérien mondial. Outre, ces incertitudes de court terme, **des interrogations sur la tendance de la croissance à long terme du trafic aérien se sont accentuées depuis la pandémie.** Le développement du télétravail et de la visioconférence impactent les voyages d'affaires. On remarque également un changement de comportement de la part des consommateurs en lien avec une prise de conscience des enjeux environnementaux qui pourrait conduire à un moindre recours à des déplacements par avion. De même, des réglementations sont en discussion pour interdire les vols court-courrier quand il existe une alternative ferroviaire crédible. Au final, le transport aérien, qui devrait être l'un des moteurs de la croissance de la demande de pétrole au-delà de 2023, pourrait s'avérer moins puissant qu'attendu.

Trafic passager (RPK novembre et octobre 2022) et variation vs 2019



Evolution de la répartition géographique du trafic aérien



Henry Miller

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

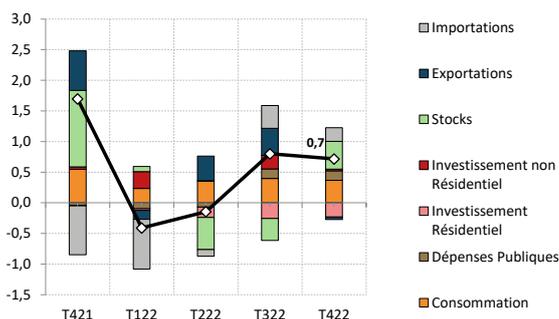
## États-Unis

« Le PIB américain affiche une croissance peu convaincante au quatrième trimestre »

**Le PIB américain est resté bien orienté au quatrième trimestre** (+0,7% en glissement trimestriel (GT), après 0,8% au troisième trimestre), **mais la composition de la croissance incite à la prudence**. En effet, la progression du PIB sur le trimestre repose très largement sur l'accumulation de stocks (0,5 point de contribution à la croissance trimestrielle), tandis que la dynamique de l'investissement des entreprises fléchit nettement (+0,2% en GT après +1,5% au T3) sous l'effet d'un repli des investissements en biens d'équipements (-1%). En revanche, les dépenses liées à la propriété intellectuelle (recherche et développement, logiciels...) sont restées dynamiques (+1,3%) et les dépenses d'investissements en infrastructures se sont stabilisées (+0,1% en GT), après six trimestres de contraction. Par ailleurs,

l'investissement résidentiel poursuit sa chute (-7,5%) et affiche désormais une contraction de près de 20% en rythme annuel. Une fois de plus, la consommation des ménages a été résistante avec une progression de 0,5% sur le trimestre, portée par les dépenses de services (+0,6%), alors que les achats de biens enregistrent une hausse très modeste. Le déficit de la balance des biens et services s'est quelque peu réduit à la faveur d'un recul des importations (-1,2%) plus prononcé que celui des exportations (-0,3%). La conjonction d'une baisse marquée des importations et d'une accumulation importante de stocks peut être le reflet d'un affaiblissement de la demande qui suggère une dynamique domestique plus faible pour le début 2023. Enfin, les dépenses publiques ont maintenu une dynamique haussière (+0,9%), tant au niveau fédéral que local. Sur l'ensemble de l'année, le niveau du PIB a progressé de 2,1% par rapport au niveau moyen de 2021, une performance à relativiser au vu de l'acquis de croissance important pour 2022 (2%), reflet de la trajectoire de rebond continu du PIB en 2021 (NB: l'acquis de croissance pour 2022 correspond au taux de croissance annuel du PIB qui serait obtenu si le niveau de PIB du dernier trimestre de l'année 2021 était maintenu stable pendant l'ensemble de l'année 2022).

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



Sources : BEA, Covéa Finance

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Ventes logements neufs <i>Milliers d'unités</i>	déc.-22	<b>616</b>	602	831	769
Conf. des consommateurs - Michigan <i>Indice</i>	janv.-23	<b>64,9</b>	59,7	81,5	77,6
Revenu disponible <i>Vol, CVS, GA%</i>	déc.-22	<b>-1,7</b>	-2,3	6,2	1,9
Dépenses de consommation <i>Vol, CVS, GA%</i>	déc.-22	<b>2,2</b>	1,7	-3,0	8,3
PIB <i>Vol, CVS, GA%</i>	T4 22	<b>1,0</b>	1,9	-2,8	5,9

\*Du 23/01/2023 au 29/01/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

En décembre, le revenu disponible réel des ménages américains a progressé de 0,2% par rapport à novembre, dans la lignée de la dynamique relevée sur l'ensemble du second semestre. La contraction en rythme annuel, se modère ainsi progressivement et atteint -1,7% en décembre. Ce mouvement reflète à la fois la bonne orientation des revenus salariaux et une inflation moins forte. L'indice des prix de la consommation des ménages (*PCE price index*) n'a augmenté que de 0,1% en novembre et décembre et sa progression sur douze mois est revenue à 5,0% en décembre (5,5% le mois précédent). Hors énergie et alimentation, cette mesure des prix est aussi en modération : +4,4% sur un an après +4,7% en novembre. Les dépenses de consommation des ménages ont toutefois marqué le pas en décembre, avec un deuxième mois consécutif de recul (-0,2% en valeur, -0,3% en volume). La consommation de biens durables en volume a baissé de -1,8% en décembre, après déjà -2,1% en novembre, et celle de biens non-durables a baissé de 0,4%. Par ailleurs, les dépenses des ménages en services n'ont pas progressé d'un mois sur l'autre, pour la première fois depuis février dernier, ce qui suggère une baisse de la dynamique de consommation au tournant de l'année. **A la faveur de la modération des dépenses, le taux d'épargne remonte légèrement** à 3,4% du revenu disponible, ce qui demeure très inférieur à la moyenne pré-pandémique (8,8% en 2019).

Du côté des données d'enquête, **les indicateurs PMI se sont quelque peu redressés en janvier mais demeurent à des niveaux renvoyant à une contraction marquée de l'activité**. Dans le secteur manufacturier, l'indice PMI s'établit à 46,8 points après 46,2 en décembre. L'indice PMI services progresse quant à lui à 46,6 après 44,7 en décembre, ce qui constitue le 7ème mois consécutif sous le seuil de 50 points qui sépare zone de contraction et de croissance de l'activité.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



# Suivi Macroéconomique

## Europe

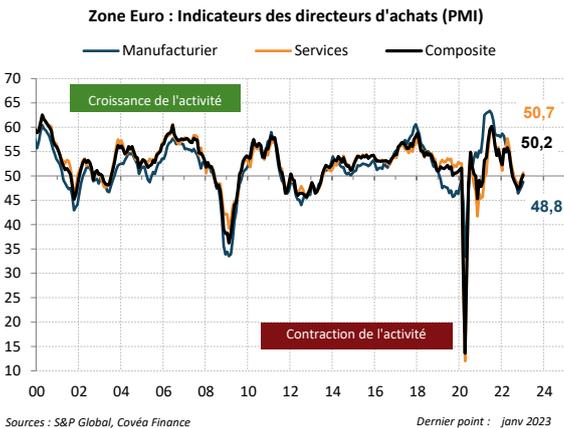
« Les entreprises de la zone euro plus confiantes »

L'indicateur PMI composite d'activité de la zone euro est repassé en janvier au-dessus du seuil de 50 (à 50,2 exactement, contre 49,3 en décembre), indiquant ainsi une légère croissance de l'activité économique pour la première fois depuis juin 2022. L'indicateur d'activité dans les services a atteint 50,7, contre 49,8 en décembre, alors que celui dans le secteur manufacturier a gagné un point, à 48,8 en janvier. Dans l'ensemble de l'économie, les nouvelles commandes ont continué à se contracter ces dernières semaines, mais à un rythme moindre que précédemment. La poursuite de l'atténuation des tensions sur les chaînes d'approvisionnement rend les sondés plus optimistes pour les perspectives d'activité. Cela s'est traduit par une accélération des embauches ces dernières semaines. Dans ce contexte, la hausse des coûts, bien qu'un peu moins vive, reste soutenue. Elle est notamment tirée par des tensions salariales plus importantes. Les entreprises

ont par conséquent relevé leurs prix de ventes de manière un peu plus marquée ces dernières semaines. L'activité est restée en légère contraction en Allemagne (49,7 contre 49,0 en décembre) et son recul s'est un peu amplifié en France (49,0 contre 49,1). C'est par conséquent dans le reste de la zone euro qu'intervient véritablement la reprise de l'activité. Concernant l'évolution des délais de livraisons, on notera une divergence entre la France, où ils sont signalés en allongement, et l'Allemagne, où la diminution de ces délais se confirme. S&P Global, qui publie ces indicateurs, note cependant que l'atténuation des tensions sur les chaînes d'approvisionnement semble résulter d'une baisse des achats des entreprises qui auraient renoncé à constituer des stocks de précaution et qui auraient -au contraire- entrepris de déstocker, les stocks d'intrants comme de produits étant signalés en baisse sur les dernières semaines. Les résultats des enquêtes de l'Ifo, en Allemagne, et de l'ISTAT, en Italie, confirment la poursuite de l'amélioration de la confiance des chefs d'entreprises. Ces derniers se montrent plus optimistes sur les perspectives, mais leur jugement sur la situation actuelle ne s'est pas amélioré en janvier.

Au contraire, la confiance des ménages s'érode à nouveau, tant en Italie qu'en France. Dans l'Hexagone, l'indice global de confiance a reculé en janvier pour le deuxième mois consécutif, pour revenir à un plus bas depuis septembre (qui avait égalé un plus bas depuis juin 2013). Toutes les composantes de l'enquête ont contribué à la baisse de l'indice global en janvier.

Dix jours après les annonces faites à Davos par Ursula Von der Leyen sur une réponse de l'Union européenne à l'*Inflation Reduction Act* américain et qui comprendrait la mise en œuvre de nouveaux financements pour aider les acteurs de la transition énergétique sur le sol européen (elle a évoqué la création d'un fonds souverain européen), **sept pays membres de l'UE ont envoyé une lettre à la Commission dans laquelle ils affirment s'opposer à la mise en**



Sources : S&P Global, Cov& Finance

Dernier point : janv 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	PMI Services	Indice janv.-23	50,7	49,8	42,5	53,6
	PMI Manuf.	Indice janv.-23	48,8	47,8	48,6	60,2
	Prêts aux Entreprises	Val, CVS, GA% déc.-22	6,3	8,3	7,1	4,3
AL	PMI Services	Indice janv.-23	50,4	49,2	43,8	53,1
	PMI Manuf.	Indice janv.-23	47,0	47,1	49,1	61,6
	Ifo - perspectives de prod. à 6 mois	Indice janv.-23	86,4	83,3	92,5	100,1
FR	PMI Services	Indice janv.-23	49,2	49,5	42,8	53,8
	PMI Manuf.	Indice janv.-23	50,8	49,2	47,8	56,7
RU	PMI Services	Indice janv.-23	48,0	49,9	45,9	56,1
	PMI Manuf.	Indice janv.-23	46,7	45,3	50,2	59,2

\*Du 23/01/2023 au 29/01/2023

Sources : Refinitiv, Cov& Finance

**place d'un nouveau mécanisme européen de financement**, d'autant qu'il reste des fonds disponibles du programme NextGenEU. Les signataires de la lettre envoyée au vice-Président de la Commission en charge du commerce, Valdis Dombrovski, sont la République Tchèque, le Danemark, la Finlande, l'Autriche, l'Irlande, l'Estonie et la Slovaquie. L'Allemagne, la Belgique et les Pays-Bas, qui n'ont pas signé ce courrier se sont aussi déclarés contre la création de nouveaux financements.

**Au Royaume-Uni, le déclin de l'activité s'intensifie.** L'indicateur PMI composite demeure en zone de contraction pour le 6<sup>ème</sup> mois consécutif, et atteint son plus bas niveau depuis janvier 2021 à 47,8. La baisse de l'indice composite est imputable à la forte contraction de l'activité des services. Le PMI service s'est en effet établi à 48 en janvier, soit le plus bas niveau depuis deux ans. Du côté de l'industrie, le PMI manufacturier continue de décrire une contraction de l'activité, mais à un rythme moins soutenu puisqu'il atteint un plus haut depuis 4 mois à 46,7. L'enquête signale une baisse importante des nouvelles commandes en janvier, traduisant le ralentissement de la demande. Du côté des prix, le coût des intrants poursuit sa baisse pour atteindre son plus bas niveau depuis avril 2021. Bien que les entreprises aient majoritairement cité les pressions salariales comme facteur d'augmentation des coûts, ces dernières ont été compensées par la baisse des prix de l'énergie. Malgré la mauvaise orientation de ces indicateurs, les prévisions des entreprises pour l'année à venir se sont considérablement améliorées en janvier. Des niveaux de confiance plus élevés ont été observés tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services, portés par des espoirs d'amélioration de la conjoncture économique mondiale et d'atténuation des pressions inflationnistes au cours de l'année.

**Par ailleurs, les mesures de soutien face à la crise énergétique ainsi que la charge des intérêts pèsent sur la situation budgétaire du Royaume-Uni.** Les emprunts publics ont atteint 27,4Mds£ en décembre, soit le chiffre de décembre le plus élevé depuis le début de la série statistique en 1993. Le paiement des intérêts de la dette publique a atteint 17,3Mds£, le deuxième plus haut niveau enregistré depuis 1993 après les 20Mds£ enregistrés en juin. Cette hausse reflète principalement les effets de l'inflation sur les intérêts des titres d'Etats indexés sur l'inflation, estimés à 13,7Mds£ au mois de décembre.

Eloïse Girard-Desbois  
Economiste



Jean-Louis Mourier  
Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Focus : La distribution de crédit flanche dans la Zone euro

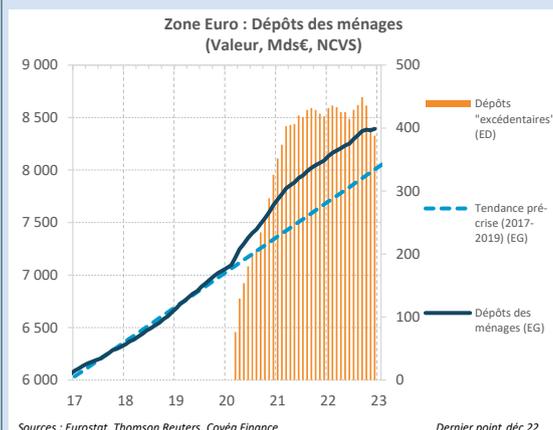
La publication des statistiques monétaires et de crédit de la Banque Centrale Européenne pour le mois de décembre apportent quelques éléments intéressants sur les premiers effets de la forte remontée de ses taux directeurs dans la deuxième moitié de l'année dernière.

La distribution de prêts aux agents non-financiers privés de la zone euro a clairement commencé à être affectée par la hausse des taux répercutée par les banques. Ainsi, le flux de prêts aux entreprises et aux ménages, net des remboursements, a été négatif au mois de décembre (-49 Mds€). Ce flux avait déjà été négatif en octobre, mais les nouveaux crédits avaient dépassé de près de 17 Mds les remboursements en novembre. Au total, au quatrième trimestre, le flux net de concours aux agents non-financiers privés a été de - 36 Mds€. C'est une première pour un trimestre depuis l'été 2015 (-3 Mds).

Les prêts aux ménages sont restés plus dynamiques. Les flux nets sont en effet demeurés positifs, même s'ils ont nettement diminué. Ainsi, en décembre, les prêts nets aux ménages sont revenus à 3,2 Mds€, un plus bas depuis un passage en négatif en mars et avril 2020.

Ce ralentissement de la distribution de crédit aux ménages affecte autant le financement de la consommation que celui de l'investissement immobilier. A en croire les derniers résultats de l'enquête trimestrielle de l'Eurosystème sur les conditions de crédit, il correspond à la fois à un comportement plus restrictif des banques et à une baisse de la demande des ménages. Le durcissement des conditions d'octroi de crédit au logement a été brutal au troisième trimestre et les banques interrogées annonçaient alors envisager de durcir encore considérablement. Couplé avec les informations émanant des professionnels de l'immobilier dans plusieurs pays européens, ce constat laisse anticiper une baisse de l'investissement logement des ménages en fin d'année dernière.

Une forte diminution des flux nets de crédit à la consommation est aussi intervenue. Toutes choses égales par ailleurs, celle-ci plaide pour une baisse importante des achats de biens durables dans la dernière partie de l'année 2022, alors que cette composante de la consommation des ménages avait bien résisté jusque-là malgré la chute des indicateurs de confiance des ménages. Il est vrai qu'elle a été soutenue par un rebond des immatriculations de véhicules automobiles permis par l'allègement d'une partie des difficultés des constructeurs à livrer leurs clients.



Les statistiques publiées par la BCE montrent toutefois un autre soutien à la consommation des ménages, qui a continué à jouer un rôle important en fin d'année dernière : les dépôts à vue des ménages ont sensiblement baissé en novembre et décembre, portant leur recul à trois mois consécutifs, pour un montant total de 51 Mds€. Jamais trois mois consécutifs de baisse de ces avoirs des ménages n'avait été observés depuis que ces statistiques sont publiées, en 2003. Certes, la remontée des taux d'intérêt a pu motiver des transferts des dépôts à vue vers des formes mieux rémunérées d'épargne liquide. D'ailleurs, le total des dépôts des ménages auprès des institutions monétaires et financières (IMF) a rebondi en décembre, après avoir baissé au cours des deux mois précédents. Mais la tendance au recul des dépôts à vue se traduit par une diminution des excédents accumulés sous l'effet des mesures de maintien des revenus prises en période où les restrictions imposées pour freiner la diffusion de l'épidémie de Covid-19 contraignaient la consommation des ménages.

De leur côté, les flux nets de prêts des banques aux entreprises non-financières ont été plus négatifs encore en décembre qu'en novembre. En deux mois, le flux négatif a atteint 44 Mds€. Le flux net de concours à moyen terme (entre 1 et 5 ans) s'est un peu redressé en décembre. Mais les flux sont restés négatifs, et ils se sont même amplifiés, tant pour les concours à moins d'un an que pour les crédits à plus de cinq ans.

Au regard, encore une fois, des derniers résultats de l'enquête auprès des institutions de crédit de la zone euro, le durcissement des conditions d'octroi de prêts des banques aura pesé en fin d'année. Mais la demande de financement des entreprises pourrait aussi avoir été contrainte par l'augmentation des exigences des établissements financiers (garanties, termes, etc.). Toutefois, la demande des entreprises pourrait aussi avoir diminué sous l'effet du recul de leur investissement et de leurs besoins de fonds de roulement dans un contexte d'activité déprimée et de réduction de stocks devenus trop élevés.

In fine, ces statistiques monétaires et de crédit plaident pour une activité économique peu dynamique dans la zone euro en fin d'année dernière.

Jean-Louis Mourier

Economiste



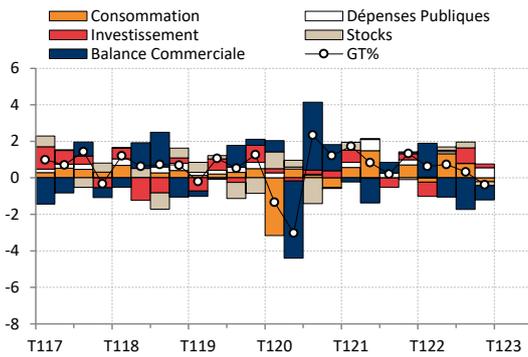
# Suivi Macroéconomique

## Asie

« Le PIB coréen termine l'année 2022 en baisse »

**L'activité japonaise se stabilise en janvier selon l'enquête PMI.** Après deux mois en zone de contraction, l'indicateur PMI composite a progressé de 1,1 point sur le mois pour atteindre 50,8. La divergence entre services et industrie semble néanmoins se poursuivre début 2023 après avoir marqué les enquêtes du T4 2022. En effet, le redressement de l'indice composite est imputable à la bonne progression du PMI services qui augmente de 1,3 point et s'établit à 52,4, un niveau décrivant une expansion de l'activité. En revanche, le PMI manufacturier demeure en zone de contraction à 48,9, mais pour la première fois depuis mars 2022, l'indice n'a pas baissé et est resté stable par rapport au mois de décembre. Dans le détail, les sous-composantes « nouvelles commandes », « production » et « délais de livraison » se sont légèrement améliorées, ce qui peut refléter en partie l'assouplissement des tensions sur les chaînes d'approvisionnement.

Corée du Sud : Contribution à la croissance trimestrielle (volume, CVS)



Sources : Bank of Korea, Covéa Finance

**En Corée du Sud, l'activité se contracte fin 2022 avec le déclin des exportations.** Le PIB a baissé fortement de 0,4% en glissement trimestriel au T4 2022. La dégradation du solde commercial est le principal facteur explicatif de ce recul en lien avec la chute de 5,8% en glissement trimestriel des exportations face au déclin de la demande étrangère. Les biens électroniques, qui sont le principal poste d'exportations coréennes, ont été particulièrement affectés par ce recul de la demande internationale après avoir fortement soutenu l'activité durant la crise pandémique. Sur le plan domestique, la consommation des ménages s'est également contractée de 0,4% en glissement trimestriel, sous les effets de l'inflation et des hausses de taux. Les investissements ont conservé une croissance trimestrielle positive à 0,7% mais s'inscrivent en nette modération après la hausse exceptionnelle de 3% enregistrée au T3 2022. Sur l'ensemble de l'année 2022, le PIB a néanmoins atteint une croissance solide de 2,6%, principalement grâce au bon premier semestre et a un acquis de croissance favorable.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
JP	PMI Services	Indice janv.-23	52,4	51,1	42,1	48,2
	PMI Manuf.	Indice janv.-23	48,9	48,9	45,8	52,7

\*Du 23/01/2023 au 29/01/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**En Australie, les prix continuent d'accélérer.** L'inflation a atteint 7,8% en glissement annuel au T4 2022, en hausse de 0,5 point par rapport au T3, mais légèrement en-dessous de la projection de 8% de la Banque centrale (RBA). Dans le détail, l'inflation reste principalement tirée par l'énergie, l'alimentation et le logement mais l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) pèse également de plus en plus à la hausse sur les prix, à 6,9% en glissement annuel au T4, légèrement au-dessus des attentes de la RBA, après 6,1% au T3. L'inflation sous-jacente a notamment été tirée par le rebond des prix des voyages, dont la demande s'est fortement reprise avec le redressement du tourisme. Selon la RBA, l'inflation devrait avoir atteint son pic au T4 2022 et devrait se modérer progressivement courant 2023, alors que les hausses de prix et le resserrement monétaire devrait endiguer la demande. Des signes de modérations de l'activité sont déjà bien visibles dans les enquêtes PMI de décembre et janvier ainsi qu'au recul de l'emploi en décembre (-15 000 postes).

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.