

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

19 juin 2023

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Chaises musicales

Le pétrole est l'une de nos 3 clés de lecture de la marche géo-économique du monde avec le dollar et les matières premières. La dernière réunion de l'OPEP+ a entériné la volonté de l'Arabie Saoudite de réduire volontairement sa production et d'envoyer un signal de cohérence entre les objectifs d'extraction et les niveaux réels de production déjà en baisse de la Russie et du Nigéria.

L'embargo du G7 sur le pétrole brut russe (décembre 2022) et ses produits raffinés (février 2023) qui ne peuvent plus être importés par voie maritime à un prix supérieur à 60 et 100\$ par baril vers les pays occidentaux, a conduit à la fois à un reroutage vers la Chine et l'Inde qui représentent 60% des destinations de brut russe exporté contre 20% il y a 12 mois, et à une décote de prix sur ce dernier et les produits raffinés. Mais le rabais n'est pas la principale source de turbulence pour le marché mondial dont la demande a dépassé le seuil historique des 100M de barils consommés par jour...

Certains ont craint une déliquescence de l'appareil productif russe comme ce fût le cas pour d'autres économies de rente mises sous embargo (Iran, Irak, Venezuela) pour cause de départ d'opérateurs qualifiés étrangers. Gageons que la Russie ait su maintenir le niveau d'éducation de sa jeunesse et la qualité de ses écoles d'ingénieurs, hérités de l'ère soviétique. En attendant, elle exporte aujourd'hui plus de pétrole qu'à n'importe quel moment depuis le début de la guerre en Ukraine et en fait un outil de rayonnement géopolitique à l'instar de l'accord avec le Pakistan sur des livraisons à prix réduit, alors même que ce dernier est en attente d'un plan de sauvetage du FMI...

Toutes ces exportations d'hydrocarbures à des prix en-dessous des cours mondiaux ont pesé jusqu'à maintenant sur les revenus de la Russie. Toute remontée durable du pétrole lui permettrait de reprendre ses achats d'or et de Yuan... après une période de baisse de ses réserves de change.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

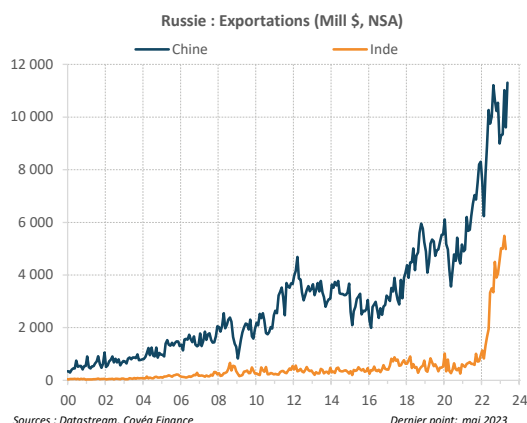
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« ...elle exporte aujourd'hui plus de pétrole ... »



Nos clés de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	16/06/23	17/03/23	T-12 mois	17/03/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,094	1,067	1,055	2,5	3,7
€ / £	0,853	0,876	0,854	-2,6	-0,1
€ / Yen	155,22	140,67	139,47	10,3	11,3
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	76	73	120	3,7	-36,8
Indice CRB*	553	543	624	1,9	-11,4
Prix de l'once d'Or	1 958	1 974	1 846	-0,8	6,1
Prix de la tonne de cuivre	8 558	8 580	9 075	-0,3	-5,7
Indice Baltic Dry**	1 094	1 535	2 462	-28,7	-55,6
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	934	910	4222	2,7	-77,9

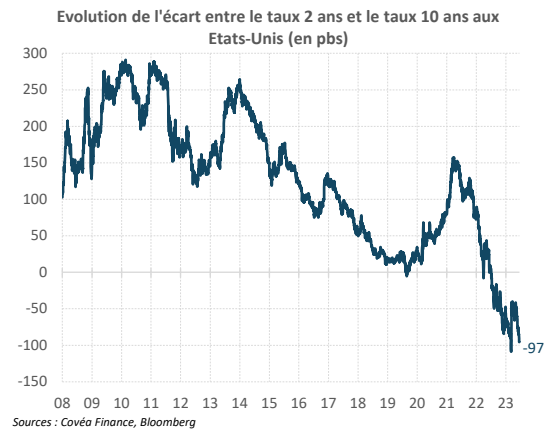
Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice 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 :

La volatilité des taux s'est de nouveau illustrée cette semaine avec les réunions de la Fed et de la BCE notamment. Si leurs décisions ont été conformes aux attentes du marché, leurs projections macro-économiques ont orienté les taux à la hausse. La Fed d'abord, qui a en effet maintenu ses taux inchangés afin d'évaluer l'impact de l'ampleur et de la rapidité des hausses de taux, et de celui du stress bancaire. Cependant, les attentes des membres de la Fed (dots) affichent des anticipations de nouvelles hausses de taux face à une inflation persistante et un marché du travail solide. Ainsi, les taux à 2 ans et 10 ans US progressent respectivement à 4.72% (+14 pbs) et 3.76% (+4 pbs), fixant la pente entre ces deux taux à -97 pbs, le niveau le plus bas depuis plusieurs décennies. Du côté de la BCE, la hausse des taux directeurs attendue de 25 pbs s'est accompagnée d'une révision à la hausse de ses anticipations d'inflation et d'un discours soulignant la nécessité de poursuivre le mouvement restrictif afin d'atteindre la cible d'inflation de 2%. Là encore, les taux ont évolué globalement à la hausse avec un mouvement plus marqué sur la partie 2 ans, à l'instar du taux allemand qui progresse de 25 pbs sur la semaine sur cette maturité. Nous observons une hausse des taux sur le 10 ans dans une moindre mesure : le taux 10 ans allemand progressait de 7 pbs à 2.45% (après un plus haut à 2.54%), le taux 10 ans français repassait au-dessus des 3% pour clôturer la semaine à 2.95% (+4 pbs). Notons que l'Italie fait figure d'exception dans ce mouvement : son taux à 10 ans baisse de 9 pbs sur la période, permettant d'afficher un écart avec le taux 10 ans allemand sous les 160 pbs. Sur le marché du crédit, les primes de risque ont profité de la bonne tenue de la croissance : elles se sont resserrées de 5pbs à 3,73% sur la catégorie investissement et de 22pbs à 7,81% sur la catégorie haut rendement dans des volumes d'émissions limités à 3.4 Md€ sur la catégorie investissement dans le contexte de réunions des banques centrales. La demande des investisseurs sur le marché primaire demeure soutenue.



Le Focus de la semaine : Réduction du TLTRO, et renchérissement du coût des liquidités pour les banques

Avec la hausse des taux et la réduction des achats d'actifs par la BCE, le remboursement des liquidités empruntées par les banques au TLTRO constitue un autre pan du durcissement de la politique monétaire de la BCE. Fin juin, ce sont plus de 500 Md€, empruntés jusqu'à -1%, qui devront être remboursés par les banques. Au-delà du renchérissement des sources de liquidités pour les banques, l'ampleur de ces montants focalise l'attention des investisseurs dans le sillage des difficultés récentes du système bancaire américain. Concernant leur capacité à faire face à ces remboursements, les banques disposent de plusieurs leviers : tout d'abord, en dehors de quelques unes, en Italie notamment, les banques détiennent des réserves de liquidités auprès de la BCE supérieures aux encours du TLTRO* à rembourser. Par ailleurs, la chasse aux dépôts, à terme notamment, redevient d'actualité : ces derniers progressaient déjà de 18% entre 06/2021 et 12/2022, alors que les dépôts à vue ne progressaient que de 6.1% selon l'Autorité Bancaire Européenne (EBA). De plus, les banques ont des plans de financement 2022-2024 annoncés en progression de 11.4% : à fin mai 2023, les encours d'émissions de dettes « senior » représentaient déjà 63% des encours totaux émis en 2022. Les émissions d'obligations sécurisées en représentaient 52%. Enfin, les banques peuvent toujours se refinancer en cas de besoin auprès de la BCE à travers les opérations principales de refinancement à une semaine, à un taux de 4% depuis la nouvelle hausse des taux de jeudi dernier. Le rapport de suivi des ratios de liquidité à court terme (LCR) et de celui à long terme (NSFR) de l'EBA, publié la semaine dernière, souligne que dans l'attente de ces autres sources de financement, le remboursement du financement de la banque centrale pourrait entraîner une réduction significative du LCR au niveau de l'UE. Entre l'accès au financement de marché et l'évolution des dépôts, les banques ne sont évidemment pas toutes logées à la même enseigne. Il s'agit d'un point d'attention que nous suivons de près dans le cadre des préparations de nos Perspectives Economiques et Financières de juin.

*TLTRO: Opérations ciblées de refinancement à plus long terme. La BCE offre des prêts à plus long terme aux banques à des coûts avantageux et les encourage ainsi à prêter aux entreprises et aux consommateurs de la zone euro.

Yaël Kabla

Gérante Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	16/06/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	17/03/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,25	5,25	4,75	4,50	1,75	0,00 →	0,50 ↑	0,75 ↑	3,50 ↑		
BCE - Taux Repo	4,00	3,75	3,50	2,50	0,00	0,25 ↑	0,50 ↑	1,50 ↑	4,00 ↑		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,50	3,25	3,00	2,00	-0,50	0,25 ↑	0,50 ↑	1,50 ↑	4,00 ↑		
Banque d'Angleterre	4,50	4,50	4,00	3,50	1,25	0,00 →	0,50 ↑	1,00 ↑	3,25 ↑		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00 →	0,00 →	0,00 →	0,00 →		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	3,76	3,74	3,43	3,87	3,20	2 ↑	33 ↑	-11 ↓	57 ↑	-95 ↓	9 ↓
Allemagne	2,47	2,38	2,11	2,57	1,71	10 ↑	37 ↑	-10 ↓	76 ↑	-64 ↓	7 ↓
France	2,98	2,92	2,68	3,12	2,26	6 ↑	30 ↑	-14 ↓	71 ↑	-31 ↓	32 ↓
Italie	4,04	4,11	4,05	4,72	3,75	-8 ↓	-2 ↓	-68 ↓	29 ↓	38 ↓	42 ↑
Royaume-Uni	4,41	4,24	3,28	3,67	2,47	17 ↑	113 ↑	74 ↑	194 ↑	-52 ↓	11 ↓
Japon	0,41	0,43	0,29	0,42	0,26	-2 ↓	12 ↑	-1 ↓	15 ↑	48 ↓	83 ↓
Crédit											
Indice Itraxx Main	75,3	76,9	100,5	90,6	105,3	-1,6 ↓	-25,2 ↓	-15,3 ↓	-30,0 ↓		
Indice Itraxx Crossover	393,9	408,4	493,0	474,1	526,7	-14,5 ↓	-99,2 ↓	-80,2 ↓	-132,8 ↓		

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

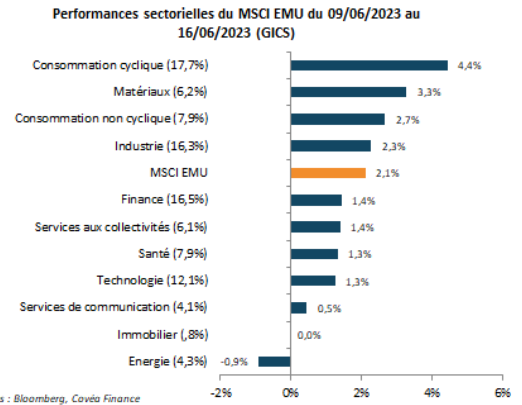
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés actions en Europe poursuivent leur rebond, portés principalement par la perspective d'un plan de stimulus en Chine. Pourtant, les statistiques macroéconomiques sont globalement mitigées et le processus de resserrement monétaire, au dire de la Fed et de la BCE, n'a pas vocation à s'inverser dans l'immédiat. Le MSCI EMU progresse de +2.1% sur la semaine. Quasiment tous les secteurs sont dans le vert à l'exception du secteur de l'énergie (-0.9%) malgré le rebond des prix du pétrole. Il est intéressant de noter par ailleurs l'écart de performance entre les marchés actions et l'évolution du prix du pétrole depuis le début de l'année et plus globalement des matières premières dont la contre-performance est liée aux inquiétudes sur les perspectives économiques mondiales.

Parmi les secteurs affichant la meilleure performance sur la semaine passée, citons celui de la consommation cyclique (+4.4%). Il profite des rebonds de valeurs de l'automobile après la révision à la hausse des prévisions de production automobile pour 2023 d'un consultant, des valeurs du luxe comme LVMH et des équipementiers sportifs à l'image d'Adidas, bien exposés en Chine. Le secteur des matériaux affiche un rebond de 3.3% grâce au rebond du cimentier CRH, des acteurs de la chimie tels que Air Liquide et des sociétés d'ingrédients. Le secteur défensif a également participé à la hausse à l'image des biens de consommation non cyclique, en hausse de +2.7%, porté par le rebond de sociétés ayant fortement sous-performé ces dernières semaines comme AB Inbev et Rémy Cointreau.



Le Focus de la semaine : Quelles conséquences la baisse du prix du pétrole a sur la politique d'allocation du capital des grandes pétrolières intégrées européennes ?

Le pétrole est une variable clé, suivi dans nos Perspectives Economiques et Financière. Lors de sa dernière réunion début juin, l'OPEP+ (les membres de l'OPEP avec la Russie) a procédé à sa 3^{ème} réduction des quotas de production en l'espace de neuf mois. Pourtant, le prix du pétrole est plus bas aujourd'hui qu'il ne l'était au moment du premier. Au-delà de vouloir tester la crédibilité la cohésion entre ses membres, notamment entre l'Arabie Saoudite et la Russie, les intervenants de marché sont inquiets sur les perspectives économiques et ses conséquences sur la demande mondiale de pétrole. En conséquence, le prix du pétrole moyen depuis le début de l'année est en dessous du niveau de 2022. Cette baisse pose des questions sur la politique d'allocation du capital des pétroliers.

En tant qu'actionnaire, nous jugeons les dirigeants d'entreprise sur la pertinence de leurs choix en matière d'allocation du capital. Ils ont principalement quatre alternatives d'allocation : 1/ réduire son niveau d'endettement, un choix qui s'avère pertinent dans un contexte de hausse des coûts de financement ; 2/ financer ses investissements pour soutenir sa croissance future ; 3/ retourner son excédent flux de trésorerie à ses actionnaires sous forme de dividende ordinaire, dividende exceptionnel et/ou rachat d'actions et 4/ procéder à des acquisitions.

Depuis quelques années, le modèle de « pétrolier intégré » a changé. Les majors ont bénéficié de la forte hausse du baril sur la période 2020-2022 pour renforcer leur bilan. En Europe, le levier financier des grands pétroliers est passé sous les 20%, voire positif comme le norvégien Equinor. Concernant les investissements, les pétroliers allouent une part de plus en plus importante aux énergies bas carbone afin d'accélérer leur transition énergétique. La semaine dernière, Shell a indiqué qu'il consacra 10 à 15 Mds\$ par an dans les énergies bas carbone sur un total d'investissements de 22 à 25Mds\$. Aujourd'hui, les pétroliers sont devenus les principaux investisseurs et développeurs d'énergies renouvelables. L'autre partie des investissements reste consacrée aux développements des projets d'hydrocarbures afin de garantir l'approvisionnement futur. Les faits de 2022 ne doivent pas être oubliés. En fait, la baisse du prix du baril sera surtout visible sur la politique de rémunération des actionnaires qui devrait être moins généreuse dans un contexte de prix du pétrole plus faible. Nous n'anticipons néanmoins pas de réduction du dividende ordinaire car l'ajustement se fera principalement sur le montant des programmes de rachat d'actions. Enfin, la baisse des prix du pétrole ne devrait pas avoir d'impact significatif sur la politique de croissance externe car les pétroliers préfèrent investir de façon organique.

Les acteurs du secteur de l'énergie s'adaptent à leur environnement et participent activement à la réorganisation du complexe énergétique mondial, un thème mis en avant dans nos Perspectives économiques et financières.

Chicuong Dang

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	16/06/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	17/03/23	30/12/22	sur 12 mois	
MSCI EMU	149	146	140	132	123	2,1	7,0	13,4	21,7	
MSCI EMU Mid Cap	960	945	921	907	880	1,6	4,2	5,9	9,1	
MSCI EMU Small Cap	411	399	386	370	366	2,9	6,6	11,0	12,2	
MSCI Europe	157	154	147	143	135	1,5	7,0	10,0	16,0	
France CAC 40	7 389	7 213	6 925	6 474	5 886	2,4	6,7	14,1	25,5	
Allemagne DAX 30	6 480	6 319	6 019	5 693	5 334	2,5	7,6	13,8	21,5	
Italie MIB	27 862	27 162	25 495	23 856	21 727	2,6	9,3	16,8	28,2	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 643	7 562	7 335	7 452	7 045	1,1	4,2	2,6	8,5	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 957	8 849	8 375	8 417	8 247	1,2	7,0	6,4	8,6	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

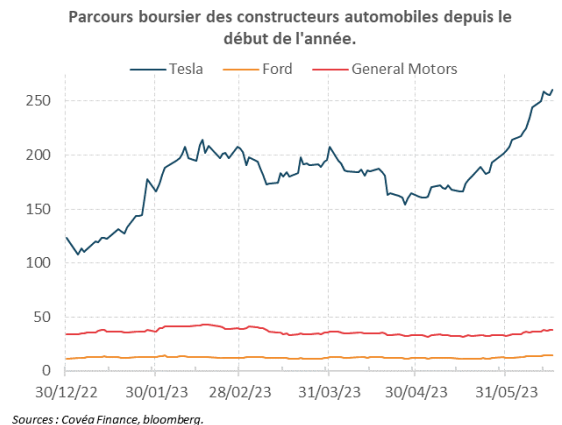
En Asie, la plupart des marchés s'inscrivent en hausse sensible. Le Japon est encore une fois le pays affichant la meilleure performance, aidé par une Banque Centrale qui vient de décider de reconduire sa politique monétaire accommodante. Hong Kong profite du fort rebond des valeurs internet chinoises, en lien direct avec la récente baisse des taux directeurs de la PBoC et le plan de soutien du gouvernement chinois. En l'absence de nouvelles favorables, les marchés d'Asie du Sud Est (Malaisie, Thaïlande, Indonésie) ont été peu recherchés et la Corée du Sud affiche une performance négative, suite notamment à la baisse des titres exposés à la chaîne de valeur des véhicules électriques : ces derniers ont en effet souffert de l'annonce de construction d'une nouvelle usine de batteries chinoises (Gotion) dans le Michigan et de la perspective d'une concurrence accrue sur le territoire américain. Au Japon, les efforts pour réindustrialiser le pays se poursuivent et sont illustrés par les annonces récentes de Toyota (construction d'une usine de batteries pour véhicules électriques) et de TSMC (fonderie de micro-processeurs à l'étude dans la préfecture de Kumamoto).

Aux Etats-Unis, les grands indices ont clôturé la semaine sur de fortes progressions (S&P500 +2.6%) saluant la décision de la Réserve Fédérale de faire une pause dans son cycle de resserrement monétaire, tandis que les statistiques économiques montrent une dégradation de l'activité domestique et un certain fléchissement des pressions inflationnistes. Dans ce contexte, les rendements obligataires se sont légèrement détendus et ont continué à favoriser les valeurs de croissance, notamment dans les secteurs de la technologie, des services de communication et de consommation discrétionnaire (GAFAM, Tesla et Nvidia notamment). Parallèlement, les compartiments cycliques des industrielles et des matières premières ont aussi surperformé l'indice général. Du côté du secteur bancaire, plusieurs institutions régionales ont partagé leurs perspectives 2023 : il en ressort une volonté claire d'attirer les dépôts (en augmentant les taux de rémunération) et de continuer de s'appuyer sur le BTFP* mis à disposition par la Fed (malgré un taux de financement onéreux) avec pour conséquence une détérioration sensible de la rentabilité (forte contraction des marges nettes d'intérêt). En revanche, les encours de prêts (aux entreprises et particuliers) ne montrent pas de signes notables de fléchissement.

* BTFP : Bank Term Funding Program : dispositif de prêts mis en place par la Fed, donnant aux banques un accès à des prêts pouvant aller jusqu'à un an, en échange de l'apport d'un collatéral éligible, valorisé à sa valeur nominale.

Le Focus de la semaine : Quand GM et Ford adoptent les standards de Tesla ... qui ressort gagnant ?

Au cours des dernières semaines, Ford et General Motors (GM) ont annoncé un partenariat avec Tesla qui permettra aux propriétaires de véhicules électriques (EV) de ces deux marques d'utiliser le réseau de super chargeurs de Tesla (stations de recharge électrique rapide). Dans un premier temps, un adaptateur (développé par Tesla) permettra aux EV équipés d'un port de recharge classique (CCS, « Combined Charging System ») d'accéder au réseau de 12,000 bornes de recharge du groupe en Amérique du Nord. En effet, les super chargeurs de Tesla utilisent un modèle propriétaire de connecteurs (NACS, « North American Charging Standard ») ne fonctionnant qu'avec les EV fabriqués par la société. Puis à partir de 2025, les deux constructeurs ont annoncé que les connecteurs NACS seront montés « de série » sur leurs EV, rendant la recharge nativement compatible avec le réseau de Tesla. Ford et General Motors, qui investissent des milliards de dollars dans l'électrification de leur gamme, ont estimé que les problèmes de fiabilité des chargeurs CCS (20% des bornes installées aux Etats-Unis seraient défectueuses selon le cabinet JD Power) représentaient un frein à l'achat pour leurs clients. On peut toutefois s'interroger si cette annonce, qui équivaut à une capitulation des constructeurs traditionnels face à la domination technologique de Tesla, profitera réellement à ce dernier ? Certes, ces partenariats vont permettre à la société d'améliorer le taux d'utilisation du réseau Tesla puisqu'avec des prévisions faisant état de 4 Mlns d'EV Ford et GM sur les routes aux Etats-Unis en 2027, ce sont potentiellement \$400 millions par an de revenus supplémentaires pour la société. Toutefois, ce chiffre est dérisoire lorsqu'il est rapporté au chiffre d'affaires de Tesla (\$81 milliards en 2022) tandis que cet accord infirme l'un des principaux arguments commerciaux de la marque, à savoir l'accès à un réseau unique de recharges rapides aux Etats-Unis. Au-delà de l'avancée environnementale liée à une probable accélération de la pénétration des EV aux Etats-Unis, les grands bénéficiaires de cet accord seront surtout les industriels exposés à l'électrification du parc automobile.



Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	16/06/23	J-7	14/03/2023	30/12/22	T-12 mois	J-7	14/03/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	14/03/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 410	4 299	3 919	3 840	3 675	2,6	12,5	14,8	20,0	0,8	10,4	12,4	15,2
Etats-Unis - Dow Jones	34 299	33 877	32 155	33 147	29 889	1,2	6,7	3,5	14,8	-0,5	4,7	1,3	10,2
Etats-Unis - Nasdaq	13 690	13 259	11 428	10 466	10 798	3,2	19,8	30,8	26,8	1,5	17,6	28,0	21,7
Japon Nikkei 300	487	470	408	401	388	3,7	19,5	21,5	25,5	0,0	10,9	9,9	14,5
Corée du Sud KOSPI	2 626	2 641	2 349	2 280	2 441	-0,6	11,8	15,1	7,6	-0,7	12,2	10,8	4,4
Chine - Shanghai	3 273	3 231	3 245	3 089	3 317	1,3	0,9	6,0	-1,3	-0,5	-4,5	0,0	-11,1
Hong Kong Hang Seng	19 829	19 390	19 248	19 781	21 075	2,3	3,0	0,2	-5,9	0,7	1,4	-2,1	-9,4
Marchés Emergents - MSCI	1 030	1 002	945	956	1 005	2,8	9,0	7,7	2,5	1,0	7,0	5,4	-1,6

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

La guerre contre la pollution plastique est déclarée

La pollution plastique est sans doute l'un des enjeux du 21^{ème} siècle. Les accusations d'écoblanchiment et d'une gestion insuffisante des déchets plastiques visent actuellement plusieurs groupes industriels, notamment dans le secteur de la consommation de base. Les décharges en pleine nature, comme le vortex de déchets du Pacifique Nord, démontrent que la gestion actuelle des déchets plastique dans le monde nécessite d'être encadrée. Selon le rapport de l'OCDE « Global Plastics Outlook: Policy Scenarios to 2060 », sans mesures réglementaires complémentaires et contraignantes, à horizon 2060, les déchets plastiques devraient presque tripler tandis que le volume annuel du plastique abandonné dans l'environnement doublerait à 44 millions de tonnes (Mt) par rapport au niveau de 2019. Quant à l'accumulation des déchets dans les rivières et les océans, elle devrait plus que tripler en passant de 140Mt en 2019 à 493Mt en 2060.

Selon le rapport de l'ONU « Drowning in Plastics », la production du plastique au niveau mondial est passée d'environ 2Mt dans les années 1950 à 438Mt en 2017. A titre de comparaison, selon l'étude « The Future of Petrochemicals » publiée par l'Agence Internationale de l'Energie, en 2018, la production mondiale du plastique a crû plus rapidement que le PIB et d'autres groupes de matériaux en vrac sélectionnés sur une période allant de 1971 à 2015.

Les principaux secteurs consommateurs du plastique en 2017 étaient l'emballage (36%), le bâtiment (16%) et le textile (14%). 99% de ce plastique provenait des polymères des hydrocarbures non renouvelables (principalement le pétrole et le gaz).

Selon les estimations fournies dans le rapport de l'ONU « Drowning in Plastics », en 2018, environ 291 Mt de déchets du plastique sans fibre ont été générés à l'échelle mondiale. Près de 20% de ces déchets ont été recyclés, 27% incinérés alors que plus de la moitié des déchets a été abandonnée. Le rapport « Turning off the tap » de l'ONU estime que le plastique courant (dont le cycle de vie est court) représentait 67% des déchets plastiques en 2019.

Les plastiques contiennent généralement des additifs, dont certains peuvent être dangereux pour la santé humaine et l'environnement. La liste de ces additifs et leur concentration dans les produits n'est généralement pas communiquée. Ainsi, le traitement des déchets inadapté ou l'abandon des déchets à l'état sauvage peut libérer ces additifs dangereux et entraîner d'importantes conséquences sur la santé humaine et l'environnement. Par ailleurs, le rayonnement ultraviolet du soleil transforme les déchets plastiques en microplastiques, ce qui facilite leur déplacement par les effets du vent et des précipitations ou par le biais des animaux terrestres ou marins.

Enfin, les déchets plastiques collectés font l'objet d'un marché international, facilitant ainsi leur mouvement à travers le Globe. A rappeler toutefois, que ce marché a été considérablement réduit après que la Chine ait décidé de limiter ses importations de ce type de déchet en 2018, en passant ainsi de statut d'importateur net de 3193M\$ de déchets plastiques en 2017, à exportateur net de 25M\$ de déchets en 2018, selon les données de l'ONU Comtrade.

Ces flux transfrontaliers des déchets démontrent la nécessité d'un cadre commun international. En mars 2022, lors de la 5^{ème} session de l'Assemblée des Nations-Unies pour l'environnement, ses 193 membres se sont accordés sur une décision historique de négocier un traité juridiquement contraignant à horizon 2024 dans l'objectif de réduire la pollution plastique. Cette démarche est également en ligne avec la COP 26 qui s'est tenue à Glasgow et qui a permis des avancées sur la biodiversité.

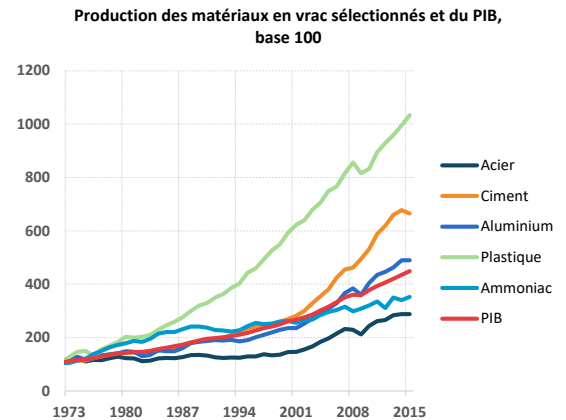
Le rapport « Turning off the tap » de l'ONU précise que pour réduire la pollution plastique le concept des 3 R (Réduire, Réutiliser, Recycler) restera au cœur de la stratégie mais doit être élargi aux trois leviers d'action suivants :

- Réduire la taille du problème en supprimant la production des plastiques non nécessaires ou dangereux ;
- Transformer le marché du plastique : en accélérant les marchés des produits réutilisables et du recyclage des plastiques mais également en réorientant et diversifiant le marché vers les produits plus durables alternatifs au plastique;
- Gérer la pollution plastique déjà existante.

L'étude estime le potentiel de la réduction de la demande du plastiques de 30% grâce à la réutilisation, de 20% grâce au recyclage, et de 17% grâce aux produits alternatifs, à horizon 2040.

Le recyclage du plastique a de nombreux défis à relever: la conception des produits dans l'optique du recyclage et avec des matériaux adaptés (80% des plastiques courants ne le sont pas du fait des choix de conception ou des substances utilisées), le développement des infrastructures de collecte et de recyclage (22% des déchets plastiques courants ne sont pas collectés). Réduire l'écart de prix entre les matières vierges et recyclées est une autre variable à prendre en considération afin de rendre le recyclage du plastique économiquement viable.

Traiter la pollution plastique est une problématique complexe car elle nécessite un changement de paradigme sociétal pour une matière indispensable et se construit sur le long terme. Le traité juridique contraignant de l'ONU attendu en 2024 sera ainsi d'une grande importance et particulièrement impactant pour les secteurs de la pétrochimie, de l'emballage, du recyclage.



Victor Pavlov

Analyste financier et extra financier

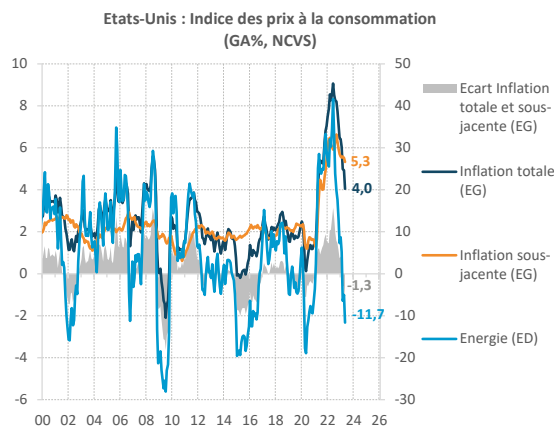


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La Réserve fédérale passe son tour en juin »

La Réserve fédérale (Fed) a laissé inchangée sa fourchette de taux directeur lors de sa réunion de politique monétaire de juin, après 10 hausses consécutives ayant porté la cible du taux directeur à entre 5 et 5,25%. **Le statu quo a été voté à l'unanimité, mais tout indique que la Réserve fédérale n'en a pas fini avec ce cycle de hausse.** Selon les nouvelles prévisions individuelles des membres du comité, **une large majorité des participants (12 sur 18) estime que deux hausses supplémentaires seront nécessaires d'ici la fin d'année** pour permettre un retour à la cible de 2% d'inflation à moyen terme. Quatre autres membres envisagent une seule hausse et seulement deux membres sont favorables à un statu quo au niveau actuel lors des quatre réunions restantes cette année. Ainsi la médiane des anticipations de taux à fin 2023 se situe désormais à [5,50 ; 5,75%], contre [5 ; 5,25%] dans les prévisions de mars. Un desserrement progressif des conditions monétaires est ensuite anticipé, avec une médiane des prévisions à fin 2024 à [4,5 ; 4,75%], contre [4,25 ; 4,5%] en mars, puis [3,25% ; 3,50%] fin 2025 (contre [3 ; 3,25%]).



Sources : BLS, Thomson Reuters, Covéa Finance

Dernier point : mai-23

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Indice de confiance NFIB	Indice	mai-23	89,4	89,0	98,8	92,4
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	mai-23	0,2	0,4	4,4	3,4
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	juin-23	63,9	59,2	77,6	59,0
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	mai-23	1,6	1,2	18,2	9,7
Inflation	IPC, GA%, NCVS	mai-23	4,0	4,9	4,7	8,0
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	mai-23	5,3	5,5	3,6	6,2

* Du 12/06/2023 au 18/06/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Cette trajectoire plus restrictive a été justifiée par le président de la Fed, Jerome Powell, par la persistance de l'inflation, dont la prévision a également été révisée à la hausse : hors alimentation et énergie la croissance annuelle des prix du déflateur de consommation est envisagée à 3,6% en 2023, contre 3,3% en mars. Ces tensions persistantes sur les prix sont liées à la résilience de l'économie américaine, dont prennent acte les prévisions : la croissance du PIB pour 2023 est révisée en hausse (+0,6 point à 1%), tandis que le taux de chômage devrait être plus faible que précédemment estimé (4,1%, contre 4,5% en mars). Les participants semblent ainsi privilégier le scénario d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine, qui éviterait la récession en dépit d'un resserrement drastique des conditions financières. La décision de faire une pause peut interroger au regard de ces prévisions des banquiers centraux. Jerome Powell l'a justifiée par la rapidité du resserrement passé et l'incertitude sur les délais de transmission, ainsi que par la nécessité de mieux appréhender les conséquences de la crise bancaire survenue en mars. Le Président de la Réserve fédérale a insisté sur la dépendance aux données et sur le fait qu'aucune décision n'a été prise pour la réunion de juillet. On peut toutefois souligner qu'avec douze membres en faveur de deux hausses supplémentaires d'ici la fin d'année et quatre réunions de politique monétaire restantes, la possibilité d'une reprise du mouvement de hausse dès le mois prochain est réelle.

Les prix à la consommation ont progressé de 0,1% en glissement mensuel en mai, un rythme en décélération (+0,4% en avril) qui reflète la baisse des prix de l'énergie (-3,6% sur le mois). Les prix alimentaires progressent de 0,2% après

deux mois de stagnation. En rythme annuel, l'inflation fléchit à 4% après 4,9%. **Hors alimentation et énergie, la modération est moins probante, avec des prix s'inscrivant en hausse de 0,4% sur le mois**, tirés par les prix des véhicules d'occasion qui enregistrent un second mois consécutif de forte hausse (+4,4%). L'inflation sous-jacente se maintient ainsi à un rythme élevé à 5,3%, contre 5,5% en avril. La catégorie logement rebondit (+0,6% sur le mois, après 0,4%) du fait des prix de l'hôtellerie (+1,8%), tandis que la progression des prix des locations de logements est stable à 0,5%, un rythme encore solide qui devrait fléchir dans les prochains mois. La progression des prix des services hors énergie ne montre pas d'inflexion baissière (+0,4% en glissement mensuel pour le 3^{ème} mois consécutif), mais la hausse des prix des services hors énergie et location de logement, la mesure favorite de Jerome Powell pour évaluer la dynamique sous-jacente, s'est limitée à 0,2% en lien avec un recul des prix des billets d'avion et des assurances santé, ce qui devrait être vu positivement par les banquiers centraux.

La modération de la dynamique industrielle se confirme. La production industrielle a reculé de 0,2% en glissement mensuel en mai, sous l'effet d'une baisse dans les services aux collectivités (-1,8%) et les mines (-0,4%). L'activité a très légèrement progressé dans le secteur manufacturier (+0,1%), confirmant son manque de dynamisme des derniers mois. La production manufacturière s'est contractée de 0,3% sur un an.

Du côté du consommateur, les dépenses restent bien orientées. Les ventes au détail ont enregistré un gain de 0,2% en glissement mensuel en valeur en mai, tirées par les ventes de véhicules (+1,4%) et les matériaux de construction (+2,2%).

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

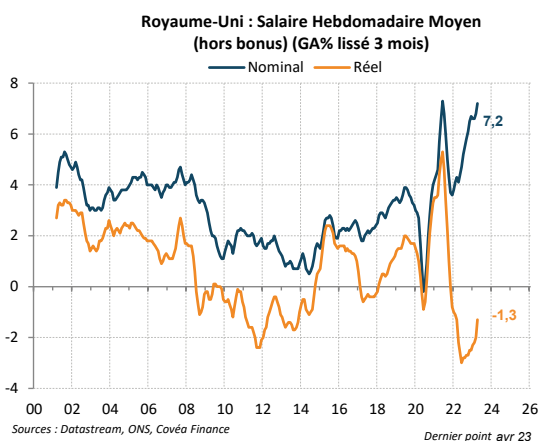


Suivi Macroéconomique

Europe

« La boucle prix-salaires se matérialise au Royaume-Uni »

La production industrielle de la zone euro a bondi de 1,0% en avril par rapport au mois précédent, après avoir chuté de 3,8% en mars. L'activité des différentes branches est extrêmement erratique : la production d'énergie a progressé de 1,0% en avril (GM), après avoir reculé de 1,4% le mois précédent, celle de biens de consommation durables a baissé de 2,6%, après +2,5% et celle de biens d'investissement a bondi de 14,7%... après une chute de 15,2% en mars. Depuis le début de l'année, la volatilité au mois le mois de la production industrielle de la zone euro s'explique, plus encore que dans le passé, par les amples variations observées en Irlande. En avril, la production industrielle totale de la zone euro était quasiment au même niveau qu'un an auparavant (+0,2% en GA), malgré des chutes de 6,2% dans les biens intermédiaires, de 7,4% dans l'énergie ou de 4,6% dans les biens de consommation durables. Elle a été « sauvée » par la progression de 8,3% des biens d'investissement et, dans une moindre mesure, par la hausse de 0,6% des biens de consommation non-durables.



La BCE a remonté ses taux directeurs de 25 points de base, soit une hausse cumulée de 400 points de base en moins d'un an (cf. Focus).

L'excédent commercial enregistré par la zone euro en mars, le premier après 17 déficits mensuels consécutifs, est resté ponctuel. En avril, les importations de biens, en valeur, ont dépassé les exportations de 11,7Mds€. C'est toutefois beaucoup moins qu'un an auparavant (34,5Mds), « grâce » à une baisse des importations (-11,9% sur un an) plus importante que celle des exportations (-3,6%). Cumulé sur les quatre premiers mois de l'année, le déficit commercial de la zone euro était de 17,2Mds€ cette année, contre 94,2Mds un an plus tôt.

Dans la zone euro, la progression sur un an des coûts salariaux est revenue de 5,6% en fin d'année dernière à 5,0% au premier trimestre 2023. Ce ralentissement reflète une croissance un peu moins vive des salaires (+4,6% contre +5,0%), mais aussi des autres composantes de la rémunération du travail (+6,2% après +7,4%). Ce mouvement s'explique par une légère diminution des tensions sur le marché du travail : le taux d'emplois vacants (emplois non-pourvus rapporté à l'emploi total) a continué à baisser en début d'année, pour revenir à 3,0% au premier trimestre (-0,1 point de pourcentage), un plus bas depuis fin 2021.

L'indicateur de sentiment sur les perspectives économiques issu de l'enquête de l'institut de conjoncture ZEW auprès des investisseurs s'est légèrement redressé en juin (+2,2 points). Il reste toutefois négatif, à -8,5, indiquant que la majorité des sondés n'envisagent pas de véritable amélioration de la conjoncture économique dans la deuxième partie de l'année.

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Prod. industrielle	Vol, NCVS, GA%	avr.-23	0,2	-1,4	8,9	2,3
AL	ZEW	Indice	juin-23	-8,5	-10,7	54,9	-27,2
RU	Taux de chômage	% de la pop. active	mars-23	3,8	3,9	4,0	3,7
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	avr.-23	-1,8	-2,0	7,3	-2,8

*Du 12/06/2023 au 18/06/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Les sondés n'envisagent pas de véritable amélioration de la conjoncture économique dans la deuxième partie de l'année. Ils sont particulièrement pessimistes pour les exportations allemandes, en raison de la faiblesse attendue de la demande mondiale. Par ailleurs, l'indicateur de jugement des investisseurs sur la situation économique actuelle en Allemagne a encore baissé, de 11,7 points. A -56,5, il est revenu au plus bas de l'année. Les résultats de cette enquête ne laissent pas attendre de sortie rapide de récession pour l'économie allemande.

Au Royaume-Uni, les risques de boucle « prix-salaires » se matérialisent. En effet, les salaires hors bonus enregistrent une croissance annuelle de 7,2% en moyenne entre février et avril. Il s'agit de la plus forte croissance des salaires depuis le début de la série en 2001, en dehors de la période pandémique. Une partie de cette dynamique peut être imputable à la hausse du salaire minimum, qui a augmenté de 9,7% le 1^{er} avril. Les effets de cette hausse devraient continuer à se diffuser dans les données de salaires durant les prochains mois. Par ailleurs, le marché du travail demeure tendu, avec un taux de chômage en légère baisse à 3,8% en moyenne entre février et avril.

L'activité économique britannique demeure tirée par les services. Le PIB mensuel est en hausse de 0,2% en avril en glissement mensuel, mais ce léger rebond ne compense pas totalement la baisse de 0,3% enregistrée en mars. Le PIB a été tiré par le secteur des services (+0,3%) qui a bénéficié du rebond du commerce de détail et du secteur information et communication. En revanche, les secteurs de la construction et de l'industrie sont tous deux en baisse sur le mois (-0,6% et -0,3% respectivement).

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : La BCE refuse d'évoquer une « pause »

Comme elle l'avait laissé entendre, **la BCE a augmenté une nouvelle fois ses taux directeurs de 25 points de base**. Le taux des opérations principales de refinancement passe ainsi à 4,00%, le taux de la facilité de dépôts à 3,50% et celui de la facilité marginale de prêts à 4,25%. Le Conseil des gouverneurs a aussi confirmé que le réinvestissement du fruit des tombées de titres détenus au titre dans le programme l'APP cessera totalement à partir de juillet.

Le communiqué diffusé avant la conférence de presse de Christine Lagarde peut sembler plus confiant dans la tendance de l'inflation et la transmission du durcissement de la politique monétaire, malgré les révisions à la hausse des prévisions d'inflation à horizon 2025. Dans la version française, on trouve ce passage : « *La transmission des précédents relèvements des taux décidés par le Conseil des gouverneurs aux conditions de financement est vigoureuse et leurs effets se font progressivement sentir dans l'ensemble de l'économie. Les coûts d'emprunt ont nettement augmenté et la croissance des prêts se ralentit. Dans la mesure où il devrait de plus en plus freiner la demande, le durcissement des conditions de financement est l'une des principales raisons pour lesquelles l'inflation poursuivrait son repli vers l'objectif* ».

Mais, lors de sa conférence de presse, Christine Lagarde a clairement réaffirmé que le « chemin » (de relèvement des taux) n'est pas achevé. Elle a aussi répété que les prochaines décisions de politique monétaire dépendront des données, notamment sur l'inflation, l'inflation sous-jacente et la transmission de la politique monétaire. Mais elle a aussi dit qu'en l'état actuel, l'analyse des membres du Conseil des gouverneurs de la BCE les pousse à envisager une nouvelle hausse des taux directeurs lors de leur prochaine réunion consacrée à l'examen de la politique monétaire, le 27 juillet prochain.

Prévisions de croissance et d'inflation pour la Zone euro

(GA, %)

	Juin 2023				Mars 2023			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
PIB (volume)	3,5	0,9	1,5	1,6	3,6	1,0	1,6	1,6
Inflation	8,4	5,4	3,0	2,2	8,4	5,3	2,9	2,1
Inflation sous-jacente	3,9	5,1	3,0	2,3	3,9	4,6	2,5	2,2

Prévisions établies par les équipes des banques centrales nationales membres de la BCE

Il est vrai qu'avant les passages comportant des éléments plus positifs sur l'inflation, le premier paragraphe du communiqué, comme des déclarations préliminaires de Christine Lagarde, est : « *L'inflation ralentit, mais devrait rester trop forte pendant une trop longue période. Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. Il a donc décidé, ce jour, d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base* ».

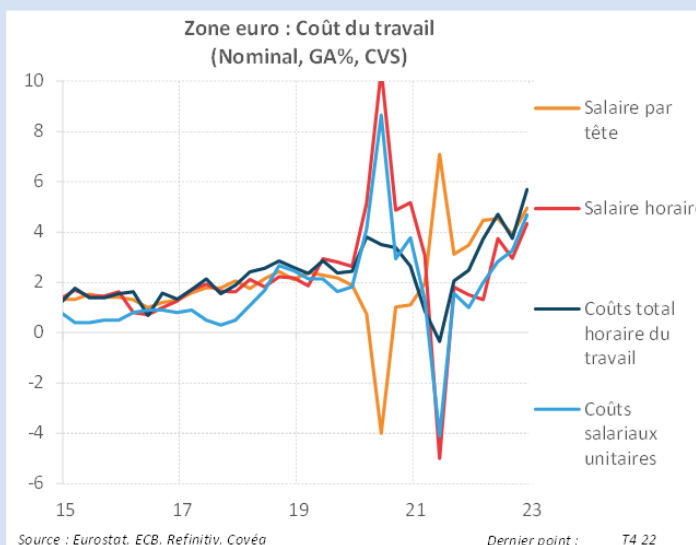
La tonalité du discours de Christine Lagarde, très volontariste en termes de lutte contre l'inflation, s'explique en grande partie par la révision en forte hausse (+0,5 point par rapport à mars) des prévisions d'inflation sous-jacente en 2023 et 2024, à respectivement 5,1% et 3,0%.

La présidente de la BCE a eu l'occasion, en réponse à des questions de journalistes, de préciser les craintes des banquiers centraux européens sur les perspectives d'inflation. Dans la balance des risques, qui pèsent sur les perspectives annoncées, une poursuite de la baisse des cours des matières premières ou une transmission plus forte ou plus rapide des mesures passées sur la distribution de crédit, donc sur la demande et, in fine, sur l'inflation conduiraient à un ralentissement plus marqué qu'attendu des prix à la consommation. Mais, à l'inverse, **un rebond des cours de certaines matières premières ne peut pas être exclu et les tensions restent importantes sur le marché du travail, entretenant la dynamique des salaires**.

Toutefois, **Christine Lagarde a précisé que l'institut monétaire ne craint pas réellement l'endechement d'une spirale prix-salaires**. En revanche, les banquiers centraux européens considèrent que l'envolée des coûts salariaux unitaires a une grande responsabilité dans le maintien d'une inflation sous-jacente trop élevée et qu'elle constitue encore un risque de dynamique toujours soutenue des prix ces prochains mois.

La forte progression des coûts salariaux unitaires résulte, bien sûr, de celle des rémunérations du travail. Mais elle est aussi le fruit du recul de la productivité du travail dans la zone euro. Certes, la BCE salue le dynamisme du marché du travail et la forte baisse du chômage, dont elle pense qu'elle va se poursuivre, elle en déplore les effets sur la productivité du travail et ses conséquences sur l'inflation sous-jacente.

En conclusion, **les banquiers centraux européens jugent que les éléments qui soutiennent la dynamique de l'inflation sous-jacente restent trop importants pour qu'ils considèrent qu'ils en ont assez fait pour s'assurer de renouer avec la « stabilité des prix »**. Ils refusent, par conséquent, d'évoquer une pause dans le mouvement de hausse des taux directeurs.



Jean-Louis Mourier
Economiste

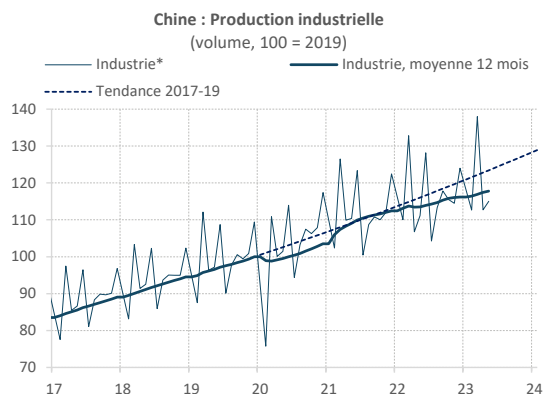


Suivi Macroéconomique

Asie

« Chine : les autorités renforcent le soutien à l'économie »

Les autorités chinoises assouplissent la politique monétaire et d'autres mesures de soutien pourraient être prochainement annoncées. La Banque populaire de Chine (PBoC) a légèrement baissé certains taux directeurs pour soutenir la demande. Le taux de la MLF (Medium-term lending facility), le principal outil de la PBoC qui fournit des liquidités à 1 an aux institutions financières, a été baissé de 2,75% à 2,65%. Les taux encadrant la fourniture de liquidités à court terme aux banques (taux 7 jours sur le reverse repo et sur la Standing lending facility) ont également été baissés de 10 points de base. Selon plusieurs articles de presse, les autorités chinoises seraient sur le point d'annoncer un plan de soutien plus large à l'activité qui pourrait notamment impliquer des investissements plus importants dans les infrastructures ou encore des mesures visant à stimuler la demande de logements.



* Donnée mensuelle non corrigée des variations saisonnières.
Source : Covéa Finance, National Bureau of Statistics

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	Exportations <small>Val, CVS, GA%</small>	mai-23	-1,1	5,7	21,7	18,1
	Importations <small>Val, CVS, GA%</small>	mai-23	-11,3	0,0	25,2	39,9
CH	Total des flux de crédit <small>GA%</small>	mai-23	9,5	10,0	10,3	9,6
	Prod. Industrielle <small>Val, NCVS, GA%</small>	mai-23	3,5	5,6	9,3	3,4
	Ventes au détail <small>Val, NCVS, GA%</small>	mai-23	12,7	18,4	12,4	-0,8

* Du 12/06/2023 au 18/06/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

l'économie, dont la croissance a atteint 9,5% en glissement annuel en mai, contre 10,0% en avril.

La Banque du Japon (BoJ) a maintenu sa politique monétaire ultra-accommodante, à contre-courant de la dynamique internationale. Le taux directeur reste à -0,1% et la politique de contrôle de la courbe des taux cible toujours un taux souverain à 10 ans nul, avec une fourchette de fluctuation admise de plus ou moins 50 points de base impliquant des achats illimités de titres lorsque la borne haute est atteinte. Les banquiers centraux considèrent en effet que l'inflation, qui est au-dessus de la cible de 2% depuis plus d'un an, devrait se modérer au cours du deuxième semestre 2023 pour se maintenir durablement sous la cible. Lors de sa conférence de presse, le gouverneur Ueda a toutefois mis l'accent sur le poids des incertitudes qui planent sur la dynamique de l'économie, des prix et des salaires. Outre ces paramètres, il a rappelé que les décisions sur la politique monétaire sont prises en pesant les avantages et les coûts de chaque mesure. Ainsi, si la BoJ considère que les conséquences néfastes de certaines politiques sur l'économie et les marchés financiers prennent le pas sur l'objectif d'inflation, elle pourrait décider d'ajuster ses instruments. Cette approche avait notamment amené les banquiers centraux à élargir la fourchette de fluctuation admise du taux souverain à 10 ans en décembre dernier.

Le déficit commercial japonais a continué à se réduire en mai à 5,5 Mds\$ (ajusté des variations saisonnières). Néanmoins, cette amélioration reflète surtout un déclin prononcé des importations (-5,6% en glissement mensuel nominal ; -8% en termes réels) qui a été surtout marqué au niveau des produits chimiques, carburants et machines. Les exportations affichent également une baisse mais plus modérée (-3,1% en glissement mensuel nominal ; -4,1% en termes réels) en dépit de la poursuite du redressement des exportations de véhicules. Les produits chimiques et machines sont également les principaux postes de recul des exportations.

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.