

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

22 Juillet 2024

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Flux des investisseurs américains au second trimestre 2024

### Sommaire

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

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

#### Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis  
Europe  
Focus  
Asie  
Focus

Dans la continuité du début d'année, les actifs cotés OPC et ETF de droit américain enregistrent des flux positifs à hauteur de 86 Mds \$ hors monétaire. Cette collecte s'oriente majoritairement vers les OPC et ETF obligataires pour 91 Mds \$. Les investisseurs sont toujours dans l'espoir d'une baisse des taux directeurs de la FED. La forme inversée de la courbe pousse l'investissement à court terme, notamment sur du crédit, malgré une prime de risque peu élevée. Les obligations d'État, à durée plus longue, sont aussi recherchées. À l'inverse, les obligations indexées à l'inflation décollectent dans l'optique d'une baisse de celle-ci. Ce début d'année avait mis en évidence une collecte plus marquée sur les OPC, qui n'est pas confirmée sur le second semestre avec des flux positifs majoritairement portés par les ETF. Même si nous sommes bien loin des chiffres de collecte de l'année 2023 (+970 Mds \$), les fonds monétaires reprennent des couleurs (+47 Mds \$).

Les actifs risqués sont moins recherchés, à commencer par les actions qui collectent seulement 9 Mds \$. Ce chiffre masque l'arbitrage des investisseurs en faveur des stratégies passives ETF (+124 Mds \$) au détriment des OPC (-115 Mds \$). Malgré des marchés actions américains positifs sur la période, toutes les stratégies OPC enregistrent des sorties. Les ETF dits de qualité et de croissance sont, quant à eux, en forte collecte pour 56 Mds \$ et 30 Mds \$ respectivement. Au niveau des secteurs, à l'image de leurs performances, l'énergie et la santé décollectent. La technologie, portée par les investissements liés à l'intelligence artificielle, continue d'avoir des flux positifs. Preuve d'une certaine aversion aux risques, les investisseurs privilégient les fonds de grandes capitalisations boursières américaines (+23 Mds \$) au détriment des petites et moyennes capitalisations (-17 Mds \$). Ce phénomène accentue la forte concentration des indices, le poids des cinq plus grandes valeurs du S&P 500 représente plus de 29 % de l'indice pour une capitalisation de 14 000 Mds \$.

Les fonds diversifiés (- 24 Mds \$) enregistrent leur dixième trimestre consécutif de sortie, amenant la décollecte totale sur la période à 214 Mds \$. Les profils défensifs, qui ont le plus souffert de la hausse des taux, ne parviennent pas à profiter des performances des marchés actions. Pour des produits plus offensifs ou dynamiques, cette tendance pourrait s'inverser dans un environnement de marché plus propice à l'allocation d'actifs.

Les fonds alternatifs perçoivent des souscriptions nettes de 9 Mds \$ grâce aux ETF de cryptomonnaies, récemment commercialisés. À l'inverse, les stratégies « événements spécifiques » continuent de souffrir du ralentissement des fusions/acquisitions, pénalisées par le renchérissement des coûts de financement des opérations de rapprochement d'entreprises.

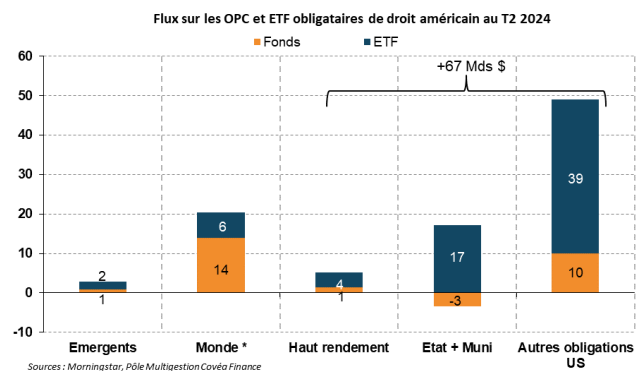
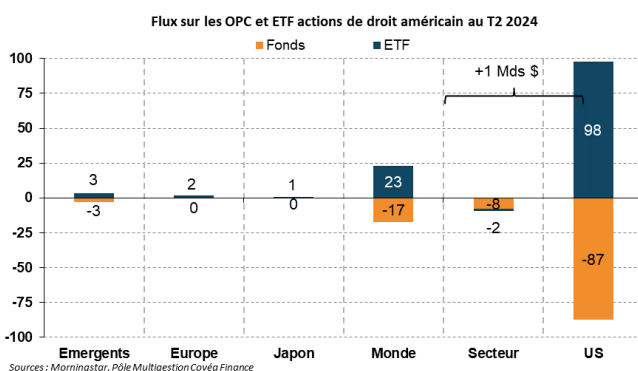
Xavier Simler

Responsable du pôle Multigestion



### Focus de la semaine

« L'obligataire toujours privilégié ainsi que la gestion actions passive »



# Analyse de l'évolution des marchés

## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Les marchés obligataires ont été rythmés par les commentaires de banquiers centraux. Aux Etats-Unis, malgré les progrès réalisés sur l'inflation, les gouverneurs affirment que la Fed n'est pas encore prête à baisser ses taux, soulignant la nécessité d'avoir des données plus convaincantes. Le taux américain à 10 ans prenait 6 points de base (pbs) à 4,24%. En Zone Euro, le marché a été dans l'attente de la réunion de la BCE. Jeudi dernier, C.Lagarde a annoncé le maintien des taux directeurs, sans donner plus d'indications sur les prochaines baisses. Le taux allemand à 10 ans perdait 3 pbs à 2,47%, le français 2 pbs à 3,14% et l'italien 1 pb à 3,78%. Sur le crédit, les primes de risque se sont écartées. Par exemple, l'Itraxx Crossover augmentait de 14 pbs à 297 pbs. Le marché primaire a été assez actif pour la période. 9,7 milliards d'euros ont été émis avec une domination des financières.

### Le Focus de la semaine : Le marché monétaire américain frémit

Depuis quelques temps, le taux de référence du marché monétaire américain SOFR (« Secured Overnight Financing Rate »), qui mesure le coût des emprunts des liquidités garanties par des titres du Trésor au jour le jour, connaît des épisodes de tension. Autour de la fin de semestre, ce taux est allé jusqu'à croître de 9 pbs à 5,40% en l'espace d'une semaine. Bien que moindres, comparées à septembre 2019 (+282 pbs en un jour), ces pressions de plus en plus fréquentes et marquées, témoignent d'un déséquilibre naissant entre l'offre et la demande de liquidités.

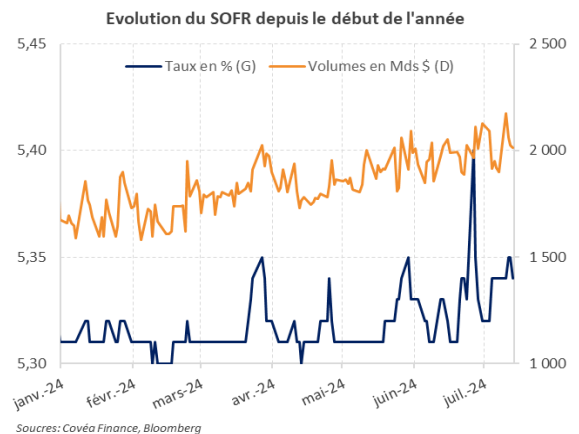
Ces changements s'opèrent aussi dans les volumes de transactions associées au SOFR, témoins de l'intensification de l'activité sur le marché des pensions (« repo »). Depuis juin 2023, ils ont augmenté de 645 Mds\$ à 2.175 Mds\$, record historique.

Certaines raisons sont les mêmes qu'en 2019. La réduction du bilan de la Fed, effective depuis juin 2023, est la principale cause structurelle de la baisse générale de la liquidité. A cela, s'ajoute une hausse des émissions du Trésor pour financer le déficit public. Depuis début 2023 et jusqu'à fin juin 2024, 2.069 Mds\$ de Bons du Trésor ont été émis en net. Le marché a relativement bien absorbé cette offre. Néanmoins, lors des récents règlements d'adjudication, le SOFR a augmenté conjointement à la recherche de liquidités pour les financer. Enfin, les teneurs de marché ont des stocks de titres historiquement élevés à leur bilan. L'écoulement et la digestion par le marché se font donc de plus en plus lentement et le SOFR met davantage de temps à se normaliser après chaque règlement.

Contrairement à 2019, les réserves bancaires sont encore assez élevées à 3.322 Mds\$. La réduction de l'excès de liquidité s'est faite principalement par le dégonflement des soldes de l'ON RRP<sup>1</sup> pour 1.855 Mds\$ depuis juin 2023, permettant ainsi de préserver le niveau des réserves. Les 400 Mds\$ d'ON RRP restants donneront encore un peu de répit. Par ailleurs, il n'y a pas eu de contagion au taux effectif des Fed Funds (EFFR, mesure le coût des emprunts interbancaires en dollars non garantis au jour le jour), stable à 5,33%.

En septembre 2019, la Fed avait dû intervenir en urgence pour fournir des liquidités supplémentaires au marché. Aujourd'hui, elle a acquis plus d'expérience sur le sujet et affirme surveiller un ensemble de données monétaires et bancaires. De plus, la Fed dispose de facilités de financement, actuellement peu utilisées, pour apporter de la liquidité aux entités éligibles qui en feraient la demande, généralement en dernier recours. Enfin, dans le cas le plus extrême de pénurie des réserves bancaires, la Fed pourrait mettre fin prématurément au resserrement quantitatif pour éviter d'éventuels déraillements du marché monétaire et du financement interbancaire.

<sup>1</sup> Overnight Reverse Repurchase Agreement : facilité de prise en pension au jour le jour, outil qui permet d'apporter des liquidités à la Fed en échange de garanties éligibles.



Mathilde Gazier

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	19/07/24	J-7	28/06/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	28/06/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
<b>Taux directeurs</b>											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	0,00	0,00	0,00	0,25		
BCE - Taux Repo	4,25	4,25	4,25	4,50	4,00	0,00	0,00	-0,25	0,25		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,75	3,75	3,75	4,00	3,50	0,00	0,00	-0,25	0,25		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00	0,00	0,00	0,00	0,25		
Banque du Japon	0,10	0,10	0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,20	0,20		
<b>Taux 10 ans</b>											
Etats-Unis	4,24	4,18	4,40	3,88	3,85	6	-16	36	39	-27	21
Allemagne	2,47	2,50	2,50	2,02	2,49	-3	-3	44	-2	-31	19
France	3,14	3,15	3,30	2,56	3,01	-2	-16	58	12	21	49
Italie	3,78	3,79	4,07	3,70	4,11	-1	-29	8	-33	48	60
Royaume-Uni	4,12	4,11	4,17	3,54	4,22	1	-5	59	-9	14	51
Japon	1,04	1,07	1,06	0,61	0,47	-2	-1	43	58	70	110
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	54,4	51,1	60,9	58,1	69,3	3,3	-6,6	-3,7	-15,0		
Indice Itraxx Crossover	296,9	282,6	319,2	309,9	387,2	14,3	-22,2	-12,9	-90,3		

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 :

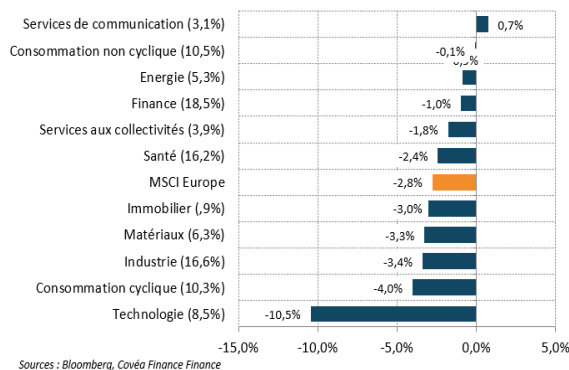
Les marchés actions en Europe (MSCI Europe dividendes non réinvestis) clôturent la semaine écoulée en territoire négatif (-2,8%) sur fond de premières publications de résultats du second trimestre de l'année.

Le secteur de la technologie affiche la moins bonne performance avec une baisse hebdomadaire de 10,5%. Le segment des semi-conducteurs, en particulier ASML (-17,2%), est fortement pénalisé par les risques de durcissement des restrictions américaines sur les exportations vers la Chine. La consommation cyclique affiche la seconde performance négative avec une baisse de 4%, impactée par l'avertissement sur résultats de Burberry (-21,3%) et la confirmation des tendances négatives sur la demande chinoise.

A l'inverse, on notera la bonne performance du groupe pharmaceutique Roche (+9,2%) suite aux résultats positifs en phase 1 d'un essai clinique sur un traitement anti-obésité. Cette annonce a, en revanche, affecté le leader du secteur, le danois Novo Nordisk (-7,6%) qui a entraîné l'indice danois dans son sillage (-5,8%). L'indice est d'autant plus pénalisé que les résultats du producteur d'appareils médicaux Demant (-17,6%) déçoivent à cause du ralentissement de la demande en appareils auditifs.

Enfin, nous notons que le MSCI EMU (-3,5%) sous-performe le MSCI Europe (-2,8%) en lien avec les événements mentionnés sur le secteur de la technologie.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 12/07/2024 au 19/07/2024 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance Finance

### Le Focus de la semaine : Pour les infrastructures de marchés, l'innovation est une obligation pas une option

Sur les marchés financiers, en constante évolution, les acteurs en charge de la gestion des infrastructures comme Deutsche Boerse, Euronext ou London Stock Exchange se trouvent à un carrefour critique où l'innovation technologique devient un atout stratégique majeur.

Ces sociétés interviennent à plusieurs niveaux. Sur les marchés primaires et secondaires, elles facilitent les introductions en bourse et la cotation de divers instruments financiers tels que les actions, obligations, ETF et produits structurés. Elles permettent également la négociation au comptant des titres assurant la meilleure exécution pour les investisseurs particuliers. De plus, elles proposent des services d'accompagnement pour les investisseurs et les entreprises cotées, incluant des plateformes de gestion de la relation client (CRM) et des solutions de gestion de la conformité. Dans le domaine des données de marché, les bourses jouent maintenant un rôle essentiel en calculant et publiant des indices de référence et ESG, tout en fournissant des services de reporting et de recherche quantitative. Enfin, en ce qui concerne les activités post-marché, elles centralisent les transactions et assurent le règlement, la conservation et la livraison des titres, jouant ainsi le rôle de contrepartie centrale sûre. Cette fonction nécessite une confiance totale, ce qui limite la concurrence directe et constitue une forte barrière à l'entrée.

La demande des clients évolue rapidement avec l'émergence et l'intégration de nouvelles technologies. Les nouveaux besoins tels que les solutions personnalisées intégrant l'intelligence artificielle, l'accès facile aux données, et l'importance des données extra-financières poussent les bourses à innover et à adapter leur modèle rapidement, tout comme l'évolution du paysage concurrentiel par ailleurs. Cela va de l'émergence de nouveaux acteurs comme la négociation automatisée (algo-trading) et les plateformes de négociation de marchés alternatifs aux plateformes de gestion des données aidant les entreprises à centraliser, organiser et analyser leurs données pour mieux les exploiter. Concernant le segment des données de marché, elles font face à une concurrence accrue de la part de fournisseurs de données spécialisés tels que Factset, Morningstar et S&P.

Même protégées par leur cœur de métier et la réglementation (ESMA, MiFID, etc.), les bourses doivent innover pour rester compétitives. Les solutions intégrées de bout en bout deviennent cruciales pour répondre aux exigences des clients. L'innovation n'est donc plus une option mais bien une obligation pour les infrastructures de marchés. Les sociétés qui s'adaptent avec succès au nouveau contexte opérationnel s'inscrivent dans nos thématiques abordées dans nos perspectives économiques et financières (PEF).

Margot Lièvre-Cormier  
Gestion OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	19/07/24	J-7	28/06/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	28/06/24	29/12/23	sur 12 mois				
MSCI EMU	161	167	162	153	149	-3,5	↓	-0,4	↓	5,7	↑	8,3	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 029	1 047	1 012	966	963	-1,7	↓	1,7	↑	6,5	↑	6,8	↑
MSCI EMU Small Cap	425	434	410	426	419	-2,0	↓	3,7	↑	0,0	↓	1,5	↑
MSCI Europe	171	176	172	161	156	-2,8	↓	-0,5	↓	6,4	↑	9,7	↑
France CAC 40	7 535	7 724	7 479	7 543	7 385	-2,5	↓	0,7	↑	-0,1	↓	2,0	↑
Allemagne DAX 30	6 981	7 203	7 006	6 629	6 412	-3,1	↓	-0,3	↓	5,3	↑	8,9	↑
Italie MIB	34 216	34 581	33 154	30 352	28 816	-1,1	↓	3,2	↑	12,7	↑	18,7	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 156	8 253	8 164	7 733	7 646	-1,2	↓	-0,1	↓	5,5	↑	6,7	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 679	9 828	9 636	8 920	8 840	-1,5	↓	0,5	↑	8,5	↑	9,5	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

**En Asie**, les places boursières chinoises enregistrent les pires performances de la semaine, à l'issue du plénum du parti communiste qui n'a apporté aucun élément nouveau ou encourageant en ce qui concerne les grandes orientations économiques du pays. Parallèlement, les bourses de Taiwan, Tokyo et Séoul, où les valeurs technologiques sont fortement représentées, affichent également des baisses importantes suite aux nouvelles pressions politiques exercées par l'Administration Biden (cf commentaires sur les Etats-Unis) et aux propos de campagne de Donald Trump, qui semble moins enclin à défendre l'indépendance de Taiwan. Depuis le début d'année, en lien avec les difficultés de financement des entreprises chinoises, les sorties de la bourse de Hong Kong ont dépassé -en valeur- les nouvelles émissions.

**Aux Etats-Unis**, les marchés américains, initialement portés par le tassement des rendements obligataires et la perspective d'une victoire de Donald Trump à l'élection présidentielle de novembre, ont enregistré de nouveaux plus hauts historiques le 17 juillet (à 5667,20 points pour le S&P 500). Par la suite toutefois, les annonces de nouvelles sanctions américaines à l'encontre de la Chine dans le domaine des semiconducteurs ont provoqué de violentes prises de profits parmi les grandes valeurs de technologie, et entraîné une baisse des grands indices. Parallèlement toutefois, les indices des petites et moyennes capitalisations, les compartiments défensifs (consommation courante et immobilier) et ceux favorisés par le candidat républicain (industrie, finance et énergie) finissent la semaine en territoire positif. L'administration Biden continue à faire pression sur ses alliés japonais et hollandais afin d'empêcher que des sociétés comme Tokyo Electron et ASML continuent à donner accès à leurs technologies avancées aux entreprises chinoises de semiconducteurs. Celles-ci ayant déjà réduit leurs expéditions d'équipements-clés, l'objectif est de prévenir aussi l'entretien et la réparation des équipements déjà installés en Chine (à l'image des entreprises américaines). Pour atteindre cet objectif, l'administration américaine pourrait invoquer le FDPR (« Foreign Direct Product Rule »), un règlement qui lui permet d'imposer des contrôles sur tous les produits fabriqués à l'étranger intégrant des technologies américaines (même en infimes quantités).

Parallèlement, tout en continuant de favoriser la production d'automobiles aux Etats-Unis, Donald Trump a déclaré qu'il mettrait fin aux efforts de l'administration actuelle en faveur des véhicules électriques (VE). En parallèle, Ford va investir \$3 Mds pour augmenter sa production de camions sur un site précédemment prévu pour des VE.

### Le Focus de la semaine : La résilience des résultats des grandes banques américaines

Les résultats du second trimestre des banques américaines ont été caractérisés par une nouvelle contraction des marges nettes d'intérêt, une stagnation des encours de prêts (par rapport au premier trimestre 2024) et un léger recul des revenus d'intérêt. En ce qui concernent les activités de marchés, les commissions ont été généralement supérieures aux attentes, grâce à l'augmentation des volumes de transactions secondaires (marchés actions) et primaires (émissions d'actions et d'obligations).

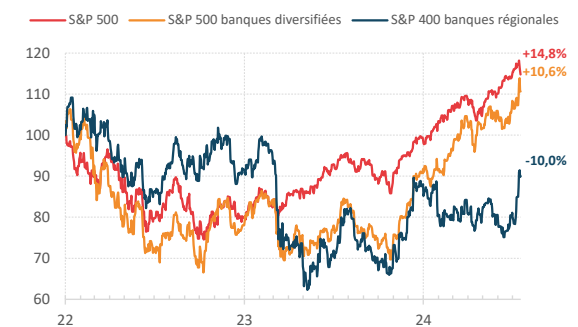
Dans un contexte de légère détérioration de la qualité du crédit, les provisions ont été accrues de sorte que les réserves révèlent de bons ratios de couverture : plus de 300% chez les établissements considérés comme systémiques (« GSIBs ») et 150% pour les principales banques régionales (plus de 100 Mds\$ d'actifs).

Les capitaux propres restent excédentaires au sein des plus grands établissements (12,4% en moyenne pour JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo et Citigroup) et ont encore été renforcés chez les grands établissements régionaux (11,3% en moyenne). Dans ce contexte, les quatre grandes banques continuent leurs politiques de retour aux actionnaires, avec des hausses de dividendes (+3% a/a) et des rachats d'actions (17 Mds\$ au 2T24 contre 14 Mds\$ au 1T24 et 9 Mds\$ au 2T23).

Ces résultats, sans grandes surprises, ont bien été accueillis, les investisseurs trouvant un regain d'intérêt envers un compartiment susceptible de tirer parti d'une baisse des taux directeurs de la Fed (expansion des marges d'intérêt), d'un espoir d'atterrissage en douceur de l'économie (croissance des prêts et qualité du crédit) et d'une éventuelle réélection de Donald Trump (moins de contraintes réglementaires).

Ces résultats, sans grandes surprises, ont bien été accueillis, les investisseurs trouvant un regain d'intérêt envers un compartiment susceptible de tirer parti d'une baisse des taux directeurs de la Fed (expansion des marges d'intérêt), d'un espoir d'atterrissage en douceur de l'économie (croissance des prêts et qualité du crédit) et d'une éventuelle réélection de Donald Trump (moins de contraintes réglementaires).

Évolution de la performance des banques régionales et diversifiées du S&P 500 depuis 2022 (en dollars, base 100)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance.

Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	19/07/24	J-7	28/06/2024	29/12/23	T-12 mois	en devise locale			en €				
						J-7	28/06/2024	29/12/23	sur 12 mois	J-7	28/06/2024	29/12/23	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	5 505	5 615	5 460	4 770	4 535	-2,0	0,8	15,4	21,4	-1,7	-0,8	17,1	24,2
Etats-Unis - Dow Jones	40 288	40 001	39 119	37 690	35 225	0,7	3,0	6,9	14,4	0,9	1,4	8,4	17,0
Etats-Unis - Nasdaq	17 727	18 398	17 733	15 011	14 063	-3,6	0,0	18,1	26,1	-3,4	-1,6	19,8	28,9
Japon Nikkei 300	613	621	600	500	478	-1,3	2,0	22,5	28,3	-0,8	2,6	11,3	16,7
Corée du Sud KOSPI	2 795	2 857	2 798	2 614	2 600	-2,2	-0,1	7,0	7,5	-3,1	-2,7	1,0	0,9
Chine - Shanghai	2 982	2 971	2 967	2 975	3 170	0,4	0,5	0,2	-5,9	0,4	-1,1	-0,5	-4,9
Hong Kong Hang Seng	17 418	18 293	17 719	17 047	18 928	-4,8	-1,7	2,2	-8,0	-4,6	-3,3	3,6	-5,9
Marchés Emergents - MSCI	1 090	1 124	1 086	1 024	1 018	-3,0	0,3	6,4	7,0	-2,8	-1,2	8,0	9,5

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Le Béryllium : un métal stratégique

Le béryllium (Be) est un métal gris-argenté, d'aspect brillant, **plus léger que l'aluminium et plus résistant que l'acier**. Ses propriétés chimiques et physiques, un rapport rigidité-poids élevé, une résistance aux températures extrêmes, son invisibilité aux rayons X et une conductivité thermique élevée, en font un matériau utilisé dans de nombreuses applications : 20% de sa production est destinée à des composants industriels, 18% à l'électronique grand public, 16% dans l'électronique automobile ou encore 11% dans le secteur de la défense.

Son utilisation, essentielle pour certains usages militaires, a conduit le ministère de la défense des États-Unis, en 2009, à le classer comme **matériau stratégique et critique**. Il est, par exemple, intégré dans les boîtiers des systèmes de visée optique pour l'imagerie et la surveillance en temps réel dans les hélicoptères ou dans les drones. On retrouvera également des sphères de béryllium pur dans des gyroscopes d'avions.

Lorsque le béryllium est combiné avec du cuivre, de l'aluminium et d'autres métaux, il permet de produire des alliages légers et très résistants. Environ 75% du béryllium produit rentre dans la fabrication des alliages Cuivre-Béryllium (<4 % de Be). Le cuivre, essentiel dans le cadre de l'électrification de notre économie, est un métal fragile. Mélangé au béryllium, il permet de gagner en rigidité en gardant ses propriétés conductrices. Il est alors utilisé dans la fabrication d'appareils de réglage et de contrôle, ressorts, contacteurs ou encore de circuits intégrés.

Les alliages aluminium-béryllium (20 à 60 % de Be) trouvent des applications de haute technologie, notamment dans l'industrie aéronautique ou spatiale, des secteurs affichant des contraintes de poids, de rigidité et de propriétés thermiques spécifiques. Ces qualités sont idéales pour la production de composants structurels d'avions et de satellites, car elles permettent d'obtenir un rapport rigidité/poids élevé et de faibles vibrations de surface.

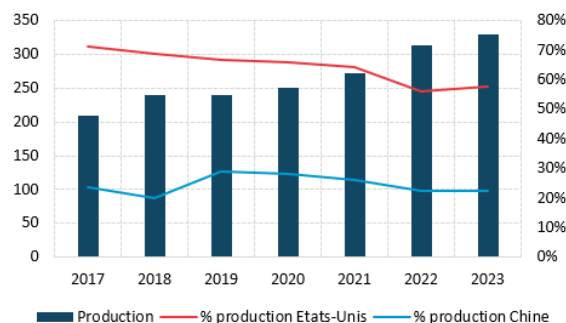
Le béryllium est donc un matériau particulièrement adapté aux besoins de la transition énergétique et devrait voir son usage croître dans le cadre de l'électrification de l'économie ou pour réduire le poids d'avions ou de véhicules automobiles.

Son principal inconvénient est son prix, estimé à environ 1 400\$ le kg en 2023, conséquence directe de sa faible production. Bien qu'en croissance de 57% depuis 2017, la production mondiale de béryllium en 2023 n'était que de 330 tonnes (t), soit presque 10 fois inférieure à la production d'or la même année. Un A380 pesant plus de 500t, il paraît donc compliqué pour le béryllium, pourtant 30% plus léger que l'aluminium à volume égal, de le remplacer pour la structure d'un avion.

Contrairement à de nombreux autres métaux stratégiques, la **chaîne de valeur du béryllium n'est pas dominée par la Chine** mais par les États-Unis, qui détiennent la plus grande mine du monde de bertrandite (roche permettant après raffinage la production de béryllium). Avec 60% de la production mondiale, ils sont les premiers producteurs, loin devant la Chine, qui arrive en deuxième position avec 20%.

Le béryllium est actuellement extrait de deux minéraux principaux : la bertrandite et le béryl. Le minerai de bertrandite extrait aux États-Unis contient moins de 0,5 % de béryllium en poids. Le béryl, qui peut contenir jusqu'à 5 % de béryllium en poids, est le principal minerai de béryllium exploité dans le reste du monde. Le **béryl est essentiel à la production du béryllium de très haute pureté**, nécessaire pour certaines applications stratégiques. Ainsi, malgré une prédominance des États-Unis sur la chaîne de valeur de ce matériau, l'importation de béryl (provenant du Brésil, de Chine, de Madagascar, et de Mozambique) reste critique. Cette thématique de l'intensification de la bataille pour l'accès aux ressources est au cœur des réflexions de nos Perspectives Économiques et Financières.

Production de Béryllium en tonnes (G) et % de production totale des États-Unis et Chine (D)



Source : USGS

Henry Miller

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Les banquiers centraux américains se montrent plus confiants quant à la trajectoire de l'inflation »

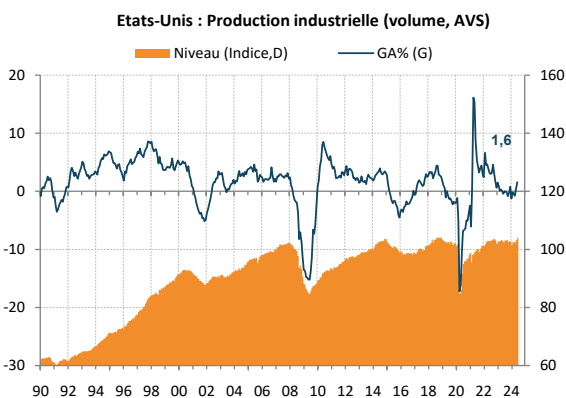
Lors de sa première interview accordée depuis la publication de l'inflation CPI de juin, le **Président de la Réserve fédérale Jerome Powell a souligné les progrès sur le front de l'inflation** et estimé que les données du deuxième trimestre renforcent quelque peu la confiance dans le fait que l'inflation se rapproche durablement de 2%. Il a répété que les décisions se prendraient réunion par réunion, selon l'évolution des données. S'il n'a pas évoqué de calendrier, ces propos suggèrent qu'une baisse en septembre est envisageable. Le Président de la Réserve fédérale de New York, John Williams, a eu des déclarations similaires en estimant que les données d'inflation des trois derniers mois « rapprochent de la tendance désinflationniste recherchée », en ajoutant « qu'il aimerait « voir plus de données pour être encore plus convaincu que l'inflation se rapproche durablement de l'objectif de 2 % ». Il a estimé que les différentes mesures de l'inflation « vont toutes dans la bonne direction ». Par ailleurs, le gouverneur de la Réserve fédérale Christopher Waller a déclaré que « le moment d'abaisser le taux directeur se rapproche ». Il y a deux mois, il avait laissé entendre qu'une baisse des taux ne serait peut-être pas justifiée avant décembre. Il a ajouté qu'il espérait que la Réserve fédérale serait en mesure d'abaisser les taux après un ou deux mois supplémentaires de bonnes données sur l'inflation.

**Ces multiples déclarations de membres éminents du comité de politique monétaire (FOMC) suggèrent qu'une baisse de taux lors la prochaine réunion du FOMC fin juillet n'est pas le scénario privilégié par la Réserve fédérale, mais un mouvement dès le mois de septembre est envisageable.**

**Le Beige Book de la Réserve fédérale décrit une modération de la dynamique d'activité sur la période récente.** Le rapport, qui compile des éléments qualitatifs recueillis auprès des contacts des 12 Réserves fédérales régionales, indique que l'activité a progressé dans 7 districts, tandis qu'elle s'est stabilisée ou a reculé dans les 5 autres, soit 3 districts de plus que lors la précédente publication dont l'enquête s'était achevée le 20 mai. L'emploi a progressé sur un rythme modeste, tout comme les salaires. Plusieurs districts font état d'un déclin de l'emploi dans le secteur manufacturier lié à une faiblesse des commandes. La dynamique des prix a été modérée, les consommateurs faisant preuve de davantage de sensibilité au prix dans leurs décisions d'achats.

**En termes d'activité, la production industrielle a progressé en juin, après la bonne performance déjà enregistrée en mai.** L'indice de production affiche un gain de 0,6% sur le mois et la production manufacturière de 0,4%. La hausse sur le mois est tirée par l'automobile qui affiche une croissance de 1,6%. Hors automobile, le secteur manufacturier progresse de 0,3%. Cette publication vient à rebours des indicateurs d'enquête qui sont restés dégradés en juin, mais les premiers éléments pour juillet sont plus nuancés.

L'indicateur d'enquête manufacturier *Empire State Manufacturing* de la Réserve fédérale de New York, est resté stable en juillet à un niveau dégradé renvoyant à une contraction de l'activité (-6,6 après -6 en juin). La composante nouvelles commandes stagne également à -0,6 tout comme le nombre d'employés à -7,9. La sous-composante stocks est toutefois en



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	juin-24	1,6	0,3	3,4	0,2
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	juin-24	-3,1	-8,7	-3,2	-9,7
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	juin-24	-4,4	-17,0	-3,3	-8,4
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	juin-24	2,3	2,6	9,1	3,6

\*Du 15/07/2024 au 21/07/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

recul (-6,1 contre 1 en juin), ce qui pourrait être encourageant pour la production future. Par ailleurs, l'indice de la Réserve fédérale de Philadelphie s'est redressé en juillet, passant de 1,3 à 13,9 points, suggérant une croissance solide de l'activité. Les composantes commandes, livraisons et emploi enregistrent des gains significatifs sur le mois.

**Les ventes au détail de juin sont restées stables, contrairement aux attentes du consensus qui envisageait une baisse.** Les ventes de carburants et de véhicules ont pénalisé la tendance sur le mois avec des contractions de -3% et -2,3%. En dehors de ces deux composantes, les ventes affichent une hausse de 0,8% sur le mois. Le groupe de contrôle (ventes hors carburants, véhicules, matériaux de construction, restauration), qui approche la dynamique sous-jacente des dépenses, s'inscrit en croissance de 0,9% sur le mois et **les estimations de mai et avril ont été révisées en hausse, offrant l'image d'une consommation finalement encore solide au deuxième trimestre.**

Dans l'immobilier résidentiel, les mises en chantier ont rebondi en juin (+3% en glissement mensuel). La dynamique a été tirée par les immeuble d'habitation de nature plus volatile (+19,6%), mais les mises en chantier de maisons individuelles sont restées mal orientées (-2,2%). On constate une progression similaire pour les permis de construire avec une dichotomie similaire entre immeubles et maisons individuelles. Dans l'ensemble, les niveaux restent dégradés et la faiblesse de la confiance des constructeurs suggère une poursuite des difficultés. On peut toutefois relever que le taux 30 ans moyen est repassé sous les 7%, à 6,89% début juillet, ce qui pourrait soulager la demande.

Par ailleurs, l'indice NAHB de confiance des constructeurs de logements a reculé pour le troisième mois consécutif en juillet, passant de 43 à 42 points, au plus bas depuis décembre dernier. Ce niveau reste nettement en deçà des niveaux qui prévalaient avant la pandémie. On peut relever qu'une part croissante des entreprises (31%) procèdent à des baisses de prix pour soutenir les ventes, ce qui pourrait avoir à moyen terme un impact sur la partie logement de l'indice CPI. Les perspectives pour l'immobilier résidentiel restent ainsi dégradées.

**Sur le plan politique, le président Biden s'est retiré de la course à sa réélection face aux pressions croissantes au sein de son parti.** Il a annoncé soutenir Kamala Harris pour l'investiture démocrate. De nombreux hauts responsables du parti, tels que Bill et Hillary Clinton, Gavin Newsom, Pete Buttigieg et Josh Shapiro se sont également prononcés en faveur de l'actuelle vice-présidente. Le candidat démocrate à l'élection présidentielle de novembre devrait être formellement désigné par les 3 936 délégués du parti à l'occasion de la convention démocrate du 19 au 22 août. Du côté des républicains, l'ancien Président Donald Trump a annoncé, au premier jour de la convention nationale du parti, que son colistier pour la Vice-Présidence sera J. D. Vance, Sénateur de l'Ohio, dont le positionnement politique est très proche de celui de D. Trump. Il est âgé de 39 ans et a relativement peu d'expérience politique puisqu'il est élu depuis seulement 2 ans. Sur le plan international, il est un fervent opposant à l'aide à l'Ukraine et à l'intervention américaine dans des conflits à l'étranger.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

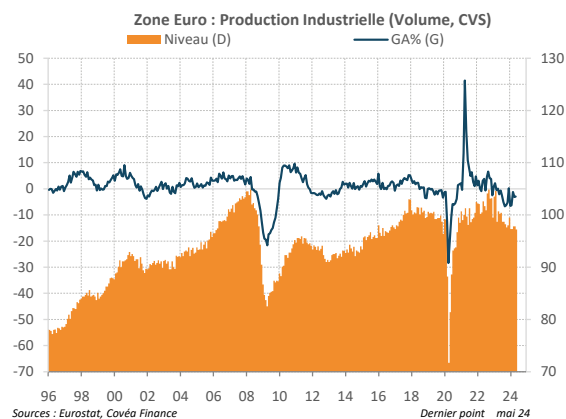


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Les Présidentes de la Commission européenne et de l'Assemblée nationale française réélues »

**La production industrielle est de nouveau en baisse au mois de mai en zone euro.** Cette publication confirme la tendance déjà observée dans les données de production de l'Allemagne et de la France publiées au début du mois. Le déclin observé dans les grands pays a été compensé en partie par la production industrielle de l'Irlande, où les données sont en général très volatiles. Hors Irlande, la production industrielle de la zone euro a reculé de 1,3% sur le mois. Dans le détail, la baisse de la production industrielle a été généralisée à tous les secteurs, à l'exception du secteur de la chimie et du secteur pharmaceutique.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	Prod. industrielle <small>Vol, NCVS, GA%</small>	mai-24	-2,9	-3,1	2,2	-2,2
AL	ZEW <small>Indice</small>	juil.-24	41,8	47,5	-27,2	2,2
RU	Inflation <small>IPC, NCVS, GA%</small>	juin-24	2,0	2,0	9,1	7,3
	Inflation sous-jacente <small>IPC, NCVS, GA%</small>	juin-24	3,5	3,5	5,9	6,2

\* Du 15/07/2024 au 21/07/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

**L'excédent commercial de la zone euro est en légère baisse en mai (-0,3Mds€ par rapport au mois précédent) à 13,9Mds€.** La baisse des exportations a pesé sur la balance commerciale (-2,6% en glissement mensuel) tandis que les importations sont en léger repli (-0,1%).

En Allemagne, l'indicateur ZEW, mesurant la confiance des investisseurs, est en baisse au mois de juillet, pour la première fois en un an. Selon le Président de l'institut, les perspectives se dégradent en raison d'une diminution des exportations allemandes plus importante qu'attendue au mois de mai, de l'incertitude politique en France et du manque de clarté concernant le futur de la politique monétaire de la BCE. On note en revanche que l'évaluation de la situation économique actuelle de l'Allemagne s'est légèrement améliorée.

**Sur le plan politique, Ursula Von Der Leyen a été reconduite à la tête de la Commission européenne,** avec 401 voix (360 votes étaient nécessaires). En France, Emmanuel Macron a accepté la démission du gouvernement Attal qui se maintiendra pour gérer les affaires courantes de l'Etat dans l'attente de la nomination d'un nouveau Premier ministre. **A l'Assemblée nationale, de premières alliances entre les partis du centre et de la droite émergent.** Alors que les députés du Nouveau Front Populaire sont légèrement plus nombreux que les députés des partis centristes (dont le parti présidentiel) et du Rassemblement National, le retrait du candidat de la droite pour la Présidence de l'Assemblée a permis la réélection de Yaël Braun-Pivet, issue du parti présidentiel.

**Au Royaume-Uni, l'inflation se maintient à la cible des 2% en juin, mais cache des tensions toujours persistantes dans les services.** La baisse des prix dans l'énergie (-16%

sur un an), a une nouvelle fois contribué à la bonne orientation de l'inflation. L'inflation sous-jacente est également restée stable, mais à un niveau plus élevé (3,5%). L'évolution des prix dans les services (+5,7%) demeure la principale source des tensions inflationnistes, alimentée par une croissance des salaires toujours dynamique.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Focus : la Banque centrale européenne maintient le statu quo mais ne s'engage pas pour la suite

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de maintenir ses taux directeurs inchangés lors de sa réunion du 18 juillet, après une baisse de 25 points de base lors de sa précédente réunion. Ainsi, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité marginale de prêt et de la facilité de dépôts se maintiennent à 4,25%, 4,50% et 3,75% respectivement.

Dans son communiqué, la BCE a une nouvelle fois indiqué que les taux directeurs seront maintenus en territoire restrictif aussi longtemps que nécessaire pour faire revenir l'inflation à la cible des 2%. Lors de la conférence de presse, Christine Lagarde a réitéré le message d'une approche « réunion par réunion », soulignant que la BCE ne s'engagera pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière. Elle a par ailleurs indiqué que les données économiques récentes n'ont pas sensiblement modifié les perspectives en termes d'inflation.

Christine Lagarde a souligné que les tensions sur les prix domestiques étaient toujours élevées, notamment dans les services, et que l'inflation totale devrait rester supérieure à la cible des 2% jusqu'au milieu de l'année prochaine.

Sur les derniers mois, la modération de l'inflation s'est faite grâce à la baisse des prix de l'énergie, mais également en raison de la baisse de l'inflation des composantes intensives en importation. Or, les effets de base favorables sur l'énergie s'estompent progressivement et l'inflation « importée » ne baisse plus, et s'est maintenue à 1,4% (en glissement annuel) en juin. La croissance des prix reste toujours élevée pour les composantes peu intensives en importation (inflation « domestique »). Christine Lagarde a néanmoins souligné que la hausse récente de l'inflation sous-jacente était due à des facteurs ponctuels, et ne remettait pas en cause le retour à la cible des 2% l'année prochaine.

La Présidente de la BCE a par ailleurs rappelé que la croissance des coûts salariaux devrait rester élevée à court terme. Elle a tout de même insisté sur le fait que les enquêtes auprès des entreprises indiquent que la croissance des salaires devrait s'atténuer en 2025 et 2026. Par ailleurs, la BCE estime que l'effet inflationniste de la hausse importante des salaires a été compensé par la baisse des profits.

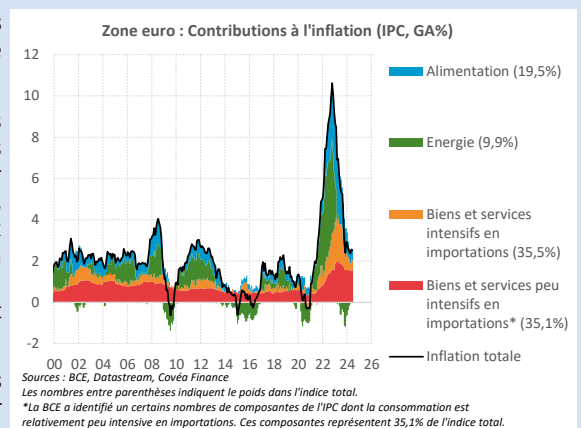
Concernant l'activité, la BCE estime que la croissance du deuxième trimestre en zone euro devrait être plus modérée qu'au premier trimestre. L'activité devrait être soutenue par la consommation dans les services, en raison de l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages (grâce à la baisse de l'inflation couplée à une hausse des salaires).

Dans le même temps, Christine Lagarde a souligné le fait que les conditions de financements étaient toujours restrictives.

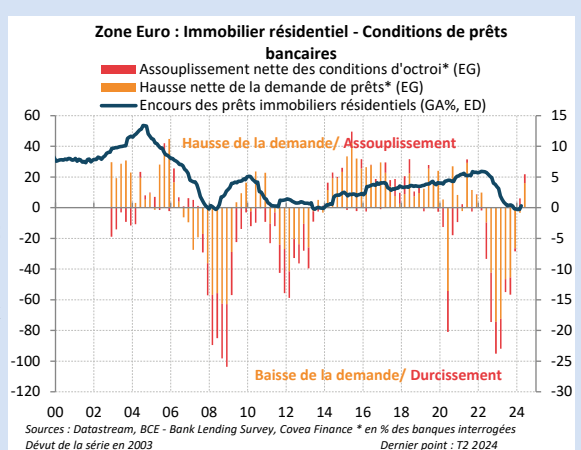
C'est en effet ce que montre la dernière enquête trimestrielle auprès des banques (Bank Lending Survey), notamment du côté des prêts aux entreprises.

Alors que les banques interrogées ont signalé un nouvel assouplissement (relativement modéré) de leurs conditions d'octroi pour les prêts immobiliers, les conditions d'octroi pour les prêts aux entreprises se sont de nouveau resserrées au deuxième trimestre. Pour le troisième trimestre, les banques prévoient un nouveau resserrement modéré pour les prêts aux entreprises et des normes de crédit inchangées pour les prêts aux ménages. Les banques ont par ailleurs signalé un nouveau recul de la demande de crédit émanant des entreprises, tandis que la demande de prêts immobiliers de la part des ménages a augmenté pour la première fois depuis 2022. La hausse des taux d'intérêt et la baisse de l'investissement ont continué d'exercer une pression à la baisse sur la demande de prêts des entreprises. Dans le même temps, l'amélioration des perspectives du marché du logement et de la confiance des consommateurs ont soutenu positivement la demande des ménages. Les banques s'attendent à ce que la demande augmente dans tous les segments de prêts au troisième trimestre 2024.

Enfin, interrogée sur une potentielle révision de la stratégie de la BCE, Christine Lagarde a indiqué qu'une modification de la cible d'inflation ou l'intégration de « dots plots », à l'image de ce que font les banquiers centraux américains, ne seront pas discutés sous son mandat.



La hausse importante des salaires a été compensée par la baisse des profits.



Eloïse Girard-Desbois

Economiste



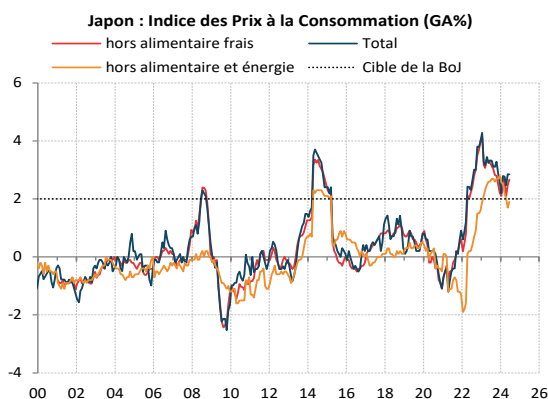


# Suivi Macroéconomique

## Asie

« Au Japon, l'inflation est soutenue par des facteurs temporaires sur les prix des services »

**Au Japon, l'inflation reste vigoureuse en juin. La croissance de l'indice des prix à la consommation se maintient à 2,8% sur le mois, comme en mai.** Le renforcement des pressions inflationnistes dans les biens durables, l'énergie et les services a été compensé par la modération des prix alimentaires. La progression des prix de l'énergie devrait continuer de soutenir l'inflation à mesure que le gouvernement réduit ses soutiens sur les prix de l'électricité et du gaz. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) s'est redressée à 1,9% en juin après 1,7% en mai. Dans le cadre de la normalisation progressive de sa politique monétaire, la Banque du Japon anticipe la formation d'un « cercle vertueux » entre salaires et prix qui alimenterait une inflation durable. Ce phénomène reste toutefois encore peu visible dans les données. La progression des prix des services semble pour l'heure principalement associée à des facteurs exceptionnels tels que l'augmentation des honoraires médicaux liée à la révision des tarifs de remboursement de la sécurité sociale (NHI) ou encore le fait que les prix des hébergements étaient plus faibles l'an passé lorsque la subvention nationale au tourisme était en place.



Sources : Thomson Reuters, Japan Statistics Bureau, Covéa

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
JP	Inflation <small>IPC, NCVS, GA%</small>	juin-24	<b>2,8</b>	2,9	2,5	3,3
	Inflation sous-jacente <small>IPC, NCVS, GA%</small>	juin-24	<b>1,9</b>	1,7	0,2	2,5
	Exportations <small>Val, CVS, GA%</small>	juin-24	<b>8,2</b>	12,0	18,2	2,9
	Importations <small>Val, CVS, GA%</small>	juin-24	<b>11,1</b>	8,7	40,3	-7,1

\*Du 15/07/2024 au 21/07/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

taux reverse repo à 7 jours à 1,7% – un instrument largement perçu comme le principal taux directeur de court terme de la PBoC. Les *Loan prime rate* (LPR) qui sont les taux les plus avantageux que les banques commerciales peuvent proposer à leurs clients, ont également été baissés de 10 pb. Le LPR à 1 an atteint ainsi 3,35% et le LPR à 5 ans, qui sert de référence pour les prêts immobiliers, se situe désormais à 3,85%. Il s'agit des premières baisses de taux depuis août 2023 et elles demeurent relativement modestes au regard du ralentissement marqué de la demande domestique. Les marges de manœuvre de la PBoC sont probablement limitées par la faiblesse du Reminbi. La devise chinoise s'est continuellement dépréciée depuis le début de l'année pour atteindre un niveau particulièrement faible, proche des 7,3 RMB pour 1 USD à la mi-juillet.

**Les arrivées de touristes au Japon atteignent un niveau record, soutenues par la faiblesse du Yen.** Après les points bas de la crise sanitaire, les arrivées de touristes se sont progressivement redressées pour atteindre 17,7 millions au premier semestre 2024, soit une hausse de 65,9% par rapport à l'an passé et de 6,9% par rapport au niveau de 2019. Ce rebond reflète surtout le redressement des arrivées de touristes chinois qui étaient cinq fois plus nombreuses au premier semestre 2024 qu'au premier semestre 2023, mais restent inférieures d'environ 30% au niveau de 2019.

**Des données publiées par la Banque du Japon (BoJ) suggèrent que les autorités sont intervenues sur le marché des changes pour soutenir le Yen.** Ces interventions, estimées à environ 22 Mds\$ le 11 juillet et 13 Mds\$ le 12 juillet, n'ont toutefois pas encore été confirmées par les autorités. À la suite de mouvements similaires en avril-mai dernier, le ministère des Finances avait confirmé fin mai des interventions d'environ 62 Mds\$ sur le marché des changes pour soutenir le Yen entre le 26 avril et le 29 mai. Après s'être fortement dépréciée depuis le début de l'année pour se rapprocher des 162 JPY pour 1 USD (un point bas en 34 ans) sur les deux premières semaines de juillet, la devise nipponne s'est redressée à partir du 11 juillet, dans le sillage de la publication des chiffres d'inflation aux États-Unis et de cette possible intervention sur le marché des changes, et se situe désormais autour de 157 JPY pour 1 USD.

**En Chine, la Banque centrale a annoncé la baisse de plusieurs taux directeurs.** Face au ralentissement de l'activité économique observé au cours du deuxième trimestre, la Banque populaire de Chine (PBoC) a annoncé une baisse de 10 points de base (pb) de son

Louis Martin

Economiste Zone Asie



# Suivi Macroéconomique

## Focus : Les autorités chinoises maintiennent le cap à l'occasion du 3ème plénum

Les principaux dirigeants du pays se sont réunis la semaine dernière à l'occasion du 3ème plénum du 20ème Comité central du Parti communiste chinois afin de définir les grandes orientations politiques des prochaines années. **Les documents publiés par les autorités à l'issue de cette réunion n'indiquent pas de rupture par rapport aux politiques structurelles des dernières années.**

Les dirigeants ont approuvé un « approfondissement des réformes et la promotion de la modernisation à la chinoise ». Cette décision se décline en une longue série de réformes que le gouvernement s'est fixé pour objectif d'achever d'ici 2029, date du 80ème anniversaire de la République populaire de Chine. Il s'agit d'objectifs intermédiaires dans le cadre des ambitions plus larges de la Chine de mettre en place une « économie de marché socialiste de haut niveau » d'ici 2035, afin de construire une « puissance socialiste moderne » d'ici la fin du siècle.

**L'agenda de réformes publié par les autorités demeure largement multidimensionnel et axé sur la qualité de la croissance, l'indépendance technologique et la sécurité nationale.** Les dirigeants se sont également entendus sur des réformes de la fiscalité, notamment axées sur les autorités locales qui doivent trouver de nouvelles sources de revenus alors que la manne traditionnelle des ventes de terrains aux promoteurs se tarit. Des réformes concernent également le secteur financier, le secteur de l'immobilier, la promotion d'un développement plus juste et équitable en faveur du bien-être de la population et des mesures pour lutter contre le réchauffement climatique.

Dans un document explicatif publié dans les jours suivant le plénum, Xi Jinping a indiqué que les « déséquilibres et l'inadéquation » sont les principaux obstacles à la réalisation de l'objectif de « développement de haute qualité » de la Chine. Il a également souligné l'intensification des tensions internationales et l'escalade des mesures d'endiguement venues de l'extérieur. **Le président Xi a précisé que, si l'économie reste au centre des préoccupations dans l'approfondissement des réformes, les questions de sécurité nationale jouent un rôle de plus en plus important.**

A propos des préoccupations de court terme, les autorités ont réitéré que, pour atteindre les objectifs annuels de développement économique et social, des politiques devront être mises en œuvre, notamment afin de stimuler la demande intérieure et de promouvoir l'innovation et le commerce extérieur. Les dirigeants soulignent également la nécessité de « prévenir et de résoudre les risques » liés au secteur immobilier, à la dette des gouvernements locaux et aux petites et moyennes institutions financières.

Concernant le personnel, les dirigeants ont accepté la démission de l'ancien ministre des Affaires étrangères Qin Gang et l'ont exclu du Comité central – il avait été brusquement démis de ses fonctions ministérielles il y a environ un an. Le communiqué de presse a également confirmé l'expulsion de l'ancien ministre de la Défense Li Shangfu. Li Yuchao et Sun Jinming, des hauts responsables de l'armée, ont également été exclus du Comité central. Ces limogeages n'ont pas été expliqués par les autorités mais pourraient, selon la presse, être liés à des affaires de corruption.

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.