

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

17 février 2025

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Vers une Banque mondiale moins américaine ?

Les deux agences de notation Moody's et Fitch ont communiqué la semaine dernière sur le risque pour les Banques de Développement Multilatérales, et en premier lieu la Banque Mondiale, de voir leurs notes abaissées si le soutien américain se réduisait. Ces annonces font suite au décret de Donald Trump du 4 février concernant la révision du soutien des Etats-Unis à toutes les organisations internationales, avec potentiellement la sortie de certaines ou l'arrêt de leurs financements. Les Etats-Unis sont actuellement le premier actionnaire de ces banques de développement.

D'autres Etats, dont la Chine, ont à plusieurs reprises fait savoir qu'ils souhaitaient augmenter leur participation dans ces organisations. Toutefois, un retrait, même partiel des Etats-Unis, augmenterait probablement les coûts de financement pour ces banques multilatérales, et en répercussion ceux des pays qu'elles financent. Pour le moment, les craintes ne se sont pas matérialisées, la Banque Mondiale (Banque Internationale pour la Reconstruction et le développement, IBRD) a émis une obligation de maturité 2032 pour 6Mds\$ début janvier avec 15pbs de prime par rapport à l'obligation américaine de référence. Et cette prime est stable depuis.

D'après le dernier rapport de la Banque Mondiale, les prêts effectués par ces organisations multilatérales représentent 28% des financements des pays à revenus faibles et intermédiaires (c'est-à-dire les pays ayant un revenu national brut inférieur à 14 000\$ par an et par habitant). Dans les autres sources de financement, on trouve les financements privés pour 59%, notamment via les emprunts obligataires, et les prêts bilatéraux pour 13%. Ces derniers ont tendance à diminuer. Dans un contexte économique plus difficile, les Etats favorisent leurs investissements nationaux. Ainsi, les prêts aux Etats africains de la part de la Chine sont passés de plus de 10Mds\$ par an à moins de 2Mds\$ depuis la pandémie en 2020 (d'après une étude de l'Université de Boston).

Même s'il est aujourd'hui difficile de savoir si les Etats-Unis retireront tout ou partie de leurs participations dans ces banques de développement qui les aident, par ailleurs, à financer leurs partenaires commerciaux, ces évolutions illustrent à nouveau la montée du régionalisme et la recherche de souveraineté que nous décrivons depuis plusieurs trimestres dans nos Perspectives Economiques et Financières.

### Sommaire

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

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

#### Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis  
Europe  
Asie

Marie-Edmée de Monts de Savasse

Responsable d'équipe Gestion OPC Taux



### Focus de la semaine

« des banques multilatérales très américaines »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	14/02/25	07/11/24	T-12 mois	07/11/24	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,049	1,081	1,077	-2,9	-2,6
€ / £	0,834	0,832	0,855	0,2	-2,5
€ / Yen	159,83	165,25	161,52	-3,3	-1,0
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	75	76	83	-1,2	-9,8
Indice CRB*	553	538	524	2,8	5,4
Prix de l'once d'Or	2 884	2 706	2 002	6,6	44,0
Prix de la tonne de cuivre	9 477	9 664	8 314	-1,9	14,0
Indice Baltic Dry**	792	1 451	1 581	-45,4	-49,9
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1759	2332	2166	-24,6	-18,8

Sources : Bloomberg, Covea 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 :

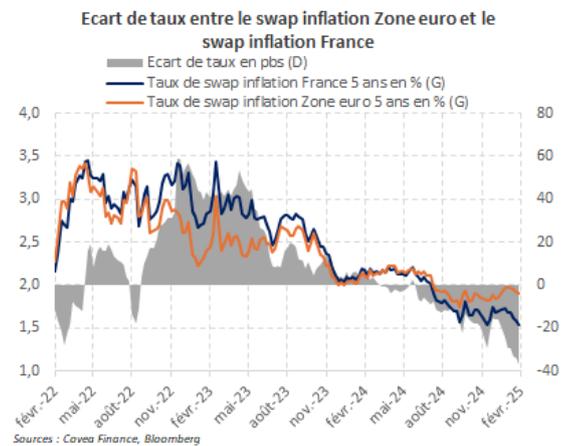
La semaine écoulée a été caractérisée par une volatilité élevée des marchés obligataires avec l'actualité américaine comme principal catalyseur. Dans un premier temps, les rebondissements autour de la mise en place des droits de douane par l'administration Trump puis la publication de l'inflation américaine supérieure aux attentes ont été à l'origine de tensions sur les taux souverains de part et d'autre de l'Atlantique avant que le recul des chiffres des ventes au détail n'inverse la tendance. Le taux américain termine la semaine en baisse de 2 points de base (pb) à 4,48 % tandis qu'en zone euro la tendance haussière a prévalu : le rendement de l'OAT à 10 ans progresse de 8 pbs à 3,17% et ceux du Bund, du BTP et du Bonos de +6 pbs à respectivement 2,43%, 3,52% et 3,06%.

L'activité primaire européenne reste soutenue, tous types d'émetteurs confondus, avec 55 tranches émises pour un total dépassant 83 Mds EUR dont les deux tiers par des Etats ou quasi-Etats et 8,5 Mds par des émetteurs privés hors financières. Citons parmi ceux-ci l'industriel américain Linde LPC, venu se financer en euro sur une triple tranche 4 ans (850M, taux de rendement 2,73% soit OAT +23 pbs), 8 ans (750M, taux 3,05% soit OAT +15 bps) et 12 ans (650M, taux 3,33% soit OAT +4 pbs). Les montants cumulés depuis le début de l'année dépassent ainsi le record de 2024 à la même date et l'appétit pour le crédit se confirme par la poursuite du resserrement des primes de risque : les indices synthétiques iTraxx Main et Crossover cèdent respectivement 2 pbs et 14 pbs à 52 pbs et 278 pbs.

### Le Focus de la semaine : Point sur les obligations indexées à l'inflation de la zone euro

L'année 2024 a été mitigée pour les obligations indexées de la zone euro où leur portage a, en moyenne, tout juste compensé la hausse des taux nominaux et la baisse des anticipations d'inflation à moyen-long-terme. Le contexte leur est davantage favorable depuis ce début d'année puisqu'elles bénéficient d'un rebond de l'inflation anticipée qui leur permet d'afficher de meilleures performances que celles des obligations nominales comparables. Seules les OATi (indexées à l'inflation française contrairement aux OATei indexées à l'inflation européenne) sous-performent en raison de la baisse de l'inflation française anticipée (cf graphique ci-contre) qu'on explique par le reflux de l'inflation constatée en décembre plus fort que prévu (à 1,3% alors que le consensus attendait 1,5%) et par la baisse du taux du livret A. En passant de 3% à 2,4% ce mois-ci, la rémunération de ce dernier, moins attractive, devrait entraîner une baisse de la collecte et, par conséquent, moins de besoins de couvertures contre la hausse de l'inflation.

La part des obligations indexées dans les programmes de financement des 3 émetteurs de la zone euro (l'Allemagne se tient à sa décision annoncée en novembre 2023 de ne plus en émettre) devrait être semblable à celle de 2024 : 10% pour la France (environ 30 Mds EUR, dont une nouvelle OATei 30 ans et une nouvelle OATi 10 ans), 7% pour l'Italie (24 Mds, dont un nouveau BTPei 5 ans et un nouveau 30 ans), 6% pour l'Espagne (dont un nouveau Bonos ei de maturité attendue entre 15 et 20 ans). L'Italie devrait également émettre un nouveau BTP Italia après une pause en 2024, indexé sur son inflation domestique et destiné aux investisseurs particuliers, d'une maturité voisine du 5 ans.



Charles Lepic  
Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)			
	14/02/25	J-7	07/11/24	31/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/24	31/12/24	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y		
<b>Taux directeurs</b>													
Réserve Fédérale Américaine	4,50	4,50	4,75	4,50	5,50	0,00	⇒	-0,25	↓	0,00	⇒	-1,00	↓
BCE - Taux Repo	2,90	2,90	3,40	3,15	4,50	0,00	⇒	-0,50	↓	-0,25	↓	-1,60	↓
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,75	2,75	3,25	3,00	4,00	0,00	⇒	-0,50	↓	-0,25	↓	-1,25	↓
Banque d'Angleterre	4,50	4,50	4,75	4,75	5,25	0,00	⇒	-0,25	↓	-0,25	↓	-0,75	↓
Banque du Japon	0,50	0,50	0,25	0,25	-0,10	0,00	⇒	0,25	↑	0,25	↑	0,60	↑
<b>Taux 10 ans</b>													
Etats-Unis	4,48	4,49	4,33	4,57	4,23	-2	↓	15	↑	-9	↓	25	↑
Allemagne	2,43	2,37	2,45	2,37	2,36	6	↑	-1	↓	6	↑	7	↑
France	3,17	3,10	3,20	3,20	2,84	8	↑	-3	↓	-2	↓	33	↑
Italie	3,52	3,47	3,73	3,52	3,86	6	↑	-21	↓	0	⇒	-33	↓
Royaume-Uni	4,50	4,48	4,50	4,57	4,04	2	↑	0	↑	-7	↓	46	↑
Japon	1,36	1,30	1,01	1,10	0,73	6	↑	35	↑	26	↑	63	↑
<b>Crédit</b>													
Indice Itraxx Main	51,2	53,9	54,8	57,7	57,6	-2,7	↓	-3,6	↓	-6,5	↓	-6,4	↓
Indice Itraxx Crossover	278,5	292,1	290,8	313,1	317,4	-13,5	↓	-12,3	↓	-34,5	↓	-38,9	↓

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

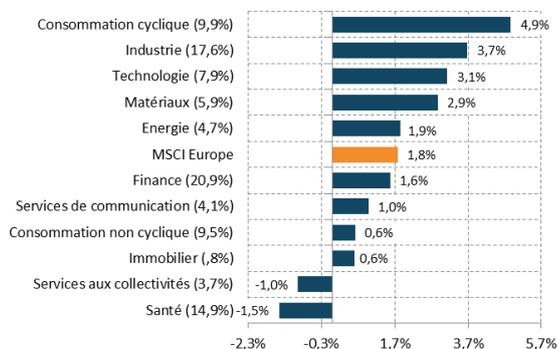
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

La semaine passée, le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) progresse de 1,7% porté par des chiffres macroéconomiques favorables et les publications de résultats annuels des sociétés européennes. En début de semaine lors du sommet pour l'action sur l'Intelligence Artificielle (IA) et en réponse aux annonces des Etats-Unis, Emmanuel Macron et Ursula Von Der Leyen annoncent des investissements massifs dans l'IA. Ce sont néanmoins les publications de résultats qui dictent la hiérarchie sectorielle. En haut de tableau, la consommation cyclique affiche une hausse de 4,8% tirée par les performances positives suite aux résultats encourageant des sociétés du luxe Kering (+15,9%) et Hermès (+5,6%). L'industrie et la technologie affichent également des variations positives respectives de +3,6% et +3,1%. Dans l'industrie, d'une part, les commandes en Chine et la demande américaine s'améliorent pour le leader allemand Siemens, d'autre part la demande liée à l'électrification et aux centres de données porte les résultats du groupe français Legrand. A l'inverse, les secteurs les moins sensibles à l'activité économique clôturent en territoire négatif. La performance du segment de la santé (-1,4%) est tirée par la baisse du danois Novo Nordisk (-11,4%) qui perd son statut de première capitalisation boursière européenne et qui souffre de la pression concurrentielle. Enfin, les services aux collectivités clôturent à -1% toujours négativement impactés dans leur composante renouvelable par la guerre commerciale avec les Etats-Unis.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 07/02/2025 au 14/02/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

### Le Focus de la semaine : Sommet pour l'action sur l'IA : Le Vieux Continent cherche à se rajeunir

Dans un de nos précédents suivis hebdomadaires, nous rappelions les conclusions du rapport de Mario Draghi parmi lesquelles la nécessité de renforcer les marchés de capitaux européens et de structurer un environnement propice à l'innovation ; l'accélération technologique mondiale place l'intelligence artificielle au cœur des enjeux de compétitivité. Comme nous l'avons abordé dans nos dernières Perspectives Economiques et Financières, les États-Unis disposent de plusieurs avantages compétitifs qui lui permettent de mener la course, l'Europe peine à suivre, freinée par une fragmentation politique, une dépendance énergétique et un manque d'investissement. À l'heure où la Chine alloue elle aussi ses ressources vers l'IA, le quantique et les semi-conducteurs, l'Europe doit définir une stratégie claire pour combler son retard et affirmer son rôle dans cette révolution technologique.

Le rapport de Mario Draghi, publié récemment, met en lumière ces défis et insiste sur la nécessité d'une approche commune pour l'innovation, la transition écologique et la sécurité économique. Parmi les recommandations liées à cette nouvelle technologie, nous relevons : un doublement du budget européen dédié à la recherche, la création d'un statut d'« entreprise européenne innovante » et une mobilisation accrue des investissements dans l'IA et la décarbonation. Dans cette dynamique, la réforme Omnibus, visant à alléger les contraintes réglementaires du reporting extra-financier, a été proposée pour favoriser la compétitivité des entreprises européennes.

Le sommet de l'IA qui s'est tenu à Paris les 10 et 11 février a tenté d'apporter des réponses concrètes à ces enjeux. L'événement s'est structuré autour de trois axes majeurs : démocratiser l'accès à l'IA, favoriser un développement durable de la technologie et renforcer la gouvernance internationale du secteur. Les annonces ont été ambitieuses, avec un investissement de 200 milliards d'euros à l'échelle européenne, dont 50 milliards directement financés par l'Union Européenne. La France, de son côté, a annoncé des engagements à hauteur de 109 milliards d'euros, soutenus en partie par des fonds étrangers, notamment des Emirats Arabes Unis à hauteur de 30 à 50 milliards. Par ailleurs, 35 sites français ont été identifiés pour l'installation de centres de données avec une priorité donnée aux sources d'énergie bas carbone, telles que le nucléaire.

L'Europe est également à l'origine d'un accord international sur la gouvernance de l'IA incluant l'Inde et la Chine, bien que les États-Unis et le Royaume-Uni aient refusé de s'y associer. Ces avancées pourraient avoir un impact significatif sur plusieurs segments de marché, notamment les acteurs européens de l'IA et du « cloud », les infrastructures critiques et les petites sociétés spécialisées sur ces secteurs. Toutefois, plusieurs points de vigilance demeurent : la concrétisation effective des investissements annoncés, la sécurisation des approvisionnements énergétiques, la dépendance aux capitaux étrangers et les tensions géopolitiques qui pourraient affecter la mise en œuvre de ces initiatives.

Dans ce contexte, nous privilégions les entreprises qui se distinguent par leur capacité à innover et à tirer parti de la diffusion massive de l'IA, comme abordées dans nos Perspectives Économiques et Financières.

Margot Lièvre-Cormier

Gérante OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	20/12/24	J-7	07/11/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	07/11/24	29/12/23	sur 12 mois		
MSCI EMU	161,8	165,3	162,0	152,7	152,6	-2,1	↓	-0,1	↓	6,0	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 044,7	1 067,4	1 047,2	966,1	964,5	-2,1	↓	-0,2	↓	8,1	↑
MSCI EMU Small Cap	386,6	400,2	410,2	425,6	422,1	-3,4	↓	-5,8	↓	-9,2	↓
MSCI Europe	168,0	172,9	170,6	160,6	159,9	-2,8	↓	-1,5	↓	4,6	↑
France CAC 40	7 274,5	7 409,6	7 425,6	7 543,2	7 571,4	-1,8	↓	-2,0	↓	-3,6	↓
Allemagne DAX 30	7 639,2	7 839,4	7 438,6	6 628,9	6 603,4	-2,6	↓	2,7	↑	15,2	↑
Italie MIB	33 766,3	34 888,8	33 981,2	30 351,6	30 274,3	-3,2	↓	-0,6	↓	11,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 084,6	8 300,3	8 140,7	7 733,2	7 694,7	-2,6	↓	-0,7	↓	4,5	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 744,0	9 973,6	9 785,5	8 920,5	8 868,1	-2,3	↓	-0,4	↓	9,2	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

En **Asie**, la semaine a été haussière. Les pays d'Asie du Nord (Chine, Corée, Japon) affichent les meilleures performances sur la semaine. En effet, la Chine continue de profiter de quelques données encourageantes et plus globalement du fort rebond opéré par les valeurs internet chinoises depuis le début de l'année, en lien avec l'émergence du langage conversationnel chinois Deepseek. A l'inverse, l'Inde comme bien souvent lorsque la Chine est recherchée, sous-performe assez nettement la région asiatique. Aussi, les pays d'Asie du Sud-Est tels que la Thaïlande et l'Indonésie souffrent de la montée des tensions autour de potentiels droits de douane de la part de l'administration américaine, dans le but de freiner les contournements de droits de douane opérés par les sociétés notamment chinoises passant par ces mêmes pays.

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 clôture la semaine en hausse, porté par le report de l'instauration de tarifs réciproques par l'administration Trump et la baisse des rendements obligataires après le recul des ventes au détail. Dans ce contexte, la technologie et les services de communications affichaient les meilleures performances, soutenues par la baisse des taux longs américains. Apple participait aussi à la hausse du secteur après l'annonce d'un partenariat avec le géant de l'internet chinois Alibaba pour inclure des fonctionnalités d'intelligence artificielle (IA) dans ses smartphones. Le secteur des matériaux bénéficiait de la hausse des droits de douane de 25% sur l'acier et l'aluminium. La consommation cyclique était pénalisée par la contreperformance de Tesla après que son concurrent Chinois BYD ait annoncé le déploiement d'un système avancé de conduite autonome sur la quasi-totalité de ses voitures et un partenariat avec DeepSeek pour intégrer son modèle IA dans ses véhicules. La santé était l'un des rares secteurs en baisse malgré quelques bons résultats, après la validation de la nomination de M. Kennedy à la tête du ministère de la santé par le Sénat. Côté sociétés, l'administration Trump encouragerait l'entreprise taiwanaise TSMC à créer une coentreprise avec l'américain Intel pour l'aider à fabriquer les puces les plus avancées. Cela arrive au moment où le vice-président américain déclare que les puces IA devaient être fabriquées aux Etats-Unis et où M. Trump menace d'imposer des droits de douane pouvant atteindre 100% sur les semi-conducteurs importés de Taiwan.

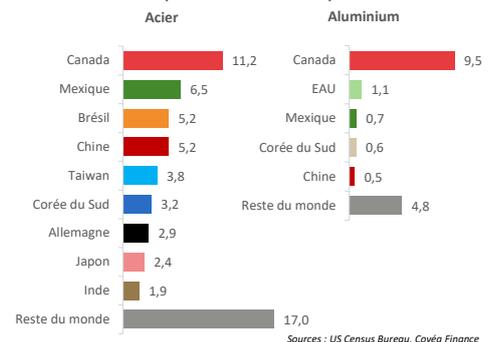
### Le Focus de la semaine : Droits de douane en vue sur l'acier et l'aluminium

Alors que les craintes concernant la mise en place rapide de droits de douane s'étaient atténuées après la suspension temporaire de leur application sur le Canada et le Mexique au début du mois de février, D. Trump a annoncé des droits de 25% sur toutes les importations d'acier et d'aluminium aux Etats-Unis (y compris en provenance du Canada et du Mexique). Il a également annoncé l'implémentation de droits de douane réciproques sur les pays qui taxent les importations américaines, ainsi qu'envers les pays dont la balance commerciale est déficitaire. Les dates de mise en application de ces nouvelles décisions ne sont pas encore connues.

L'application de tels droits pourrait avoir des conséquences majeures pour les chaînes d'approvisionnement américaines, tant elles dépendent des importations. A titre d'exemple, les biens d'équipement pour l'industrie du transport consomment 25% de l'acier et 35% de l'aluminium du pays. De plus, au sein de cette chaîne, le compartiment automobile, déjà en difficulté face aux taux d'intérêt élevés affectant le pouvoir d'achat des ménages, serait très négativement impacté puisque ces deux métaux représentent plus de 60% des coûts de matières premières d'un véhicule. Lors de son premier mandat en 2018, D. Trump avait déjà mis en place des mesures similaires, qui avaient entraîné une hausse des prix de l'acier de +40% aux Etats-Unis. Si une telle hausse est positive pour les producteurs d'acier américain qui souffrent de la faiblesse continue des prix depuis trois ans (-60% sur la période 2021-24) ... cela risque de générer une forte hausse des coûts de production des entreprises utilisatrices et de réduire le pouvoir d'achat des consommateurs.

Face à cette perspective, il est important de surveiller le calendrier d'achèvement des projets prévus dans le cadre des grands plans de relance outre-Atlantique (infrastructures, IRA, CHIP Act) si une hausse des prix trop importante venait à perturber les équilibres économiques. D'un point de vue boursier, toutes ces annonces, doivent être analysées à l'aune des effets favorables qu'elles peuvent avoir sur le redressement de certaines industries mais également des risques qu'elles font porter sur d'autres facteurs, tels que les coûts des intrants, et donc sur le financement des projets à long terme. Au cœur des préoccupations, les risques inflationnistes qui peuvent émerger de ces droits restent un sujet central de nos analyses dans le cadre de nos Perspectives Économiques et Financières.

Importations américaines d'acier et d'aluminium en 2024 (en milliards de dollars)



Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)									
	14/02/25	J-7	07/11/2024	31/12/24	T-12 mois	en devise locale					en €				
						J-7	07/11/2024	31/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/2024	31/12/24	T-12 mois		
Etats-Unis - S&P500	6 115	6 026	5 973	5 882	5 006	1,5	2,4	4,0	22,2	-0,1	5,4	2,6	25,5		
Etats-Unis - Dow Jones	44 546	44 303	43 729	42 544	38 628	0,5	1,9	4,7	15,3	-1,0	4,9	3,3	18,5		
Etats-Unis - Nasdaq	20 027	19 523	19 269	19 311	15 776	2,6	3,9	3,7	26,9	1,0	7,0	2,3	30,4		
Japon Nikkei 300	592	588	590	604	563	0,8	0,5	-2,0	5,3	-1,4	3,9	-0,2	6,6		
Corée du Sud KOSPI	2 591	2 522	2 565	2 405	2 649	2,7	1,0	7,7	-2,2	2,1	-0,1	9,0	-7,2		
Chine - Shanghai	3 347	3 304	3 471	3 352	2 866	1,3	-3,6	-0,2	16,8	0,1	-2,4	-1,0	18,3		
Hong Kong Hang Seng	22 620	21 134	20 953	20 060	16 340	7,0	8,0	12,8	38,4	5,4	11,0	11,0	42,9		
Marchés Emergents - MSCI	1 125	1 108	1 141	1 075	1 016	1,5	-1,3	4,6	10,7	-0,1	1,6	3,2	13,7		

Sources : Bloomberg, Covéo Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Quand les fonds publics courtisent les capitaux privés

Suite à la reconstruction des pays européens à travers le plan Marshall, le périmètre de l'aide internationale s'est progressivement élargi. Aujourd'hui, l'aide publique au développement (APD) comprend l'ensemble des apports financiers des organismes publics aux pays bénéficiaires listés par l'OCDE.

Le « financement mixte » (ou « *Blended Finance* ») correspond à l'utilisation de capitaux catalytiques provenant de sources publiques ou philanthropiques pour accroître les investissements du secteur privé dans les pays en développement, notamment dans le but de réaliser un ou plusieurs Objectifs de Développement Durable (ODD). Dans de nombreux cas, ces fonds publics sont dits « concessionnels », autrement dit fournis à des conditions inférieures à celles du marché lors de la structuration de la transaction financière, afin de réduire le coût global du capital pour l'emprunteur ou encore pour fournir une protection supplémentaire aux investisseurs contre les pertes. Le financement mixte permet ainsi à des organisations ayant des objectifs différents d'investir les unes à côté des autres tout en atteignant leurs propres objectifs (qu'il s'agisse de rendement financier, d'impact environnemental/social ou d'un mélange des deux).

Après un plus bas depuis 10 ans en 2022 du montant de financement mixte à l'échelle mondiale, un rebond a été observé en 2023 (+71%), atteignant un plus haut depuis 5 ans (cf. graphique ci-dessus). La raison ? La COP28, au cours de laquelle la question du financement mixte pour l'action climatique a beaucoup été abordée, marquant un élan dans l'annonce de transactions importantes. Parmi ces dernières, le *SDG Loan Fund*, un véhicule d'investissement de 1,1 milliard de dollars pour promouvoir les ODD sur les marchés émergents et frontières<sup>1</sup>. La structure de financement mixte de ce fonds permet à des investisseurs institutionnels de co-investir dans un portefeuille de prêts qui soutiennent les institutions financières et les intermédiaires au service des petites et moyennes entreprises dans les pays à revenus faibles et modérés d'Amérique latine, d'Asie, d'Afrique et d'Europe de l'Est.

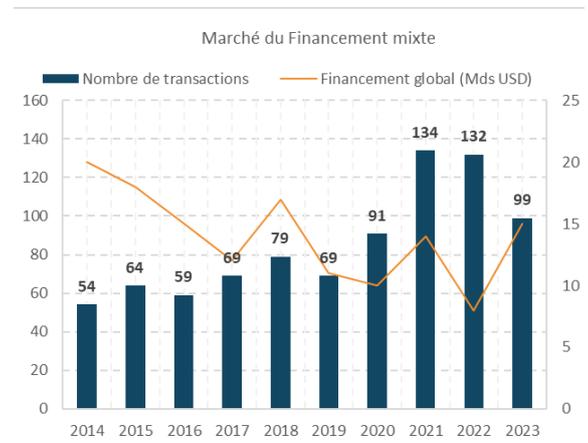
L'objectif de long terme du financement mixte est de créer des marchés commercialement viables, sans nécessité d'atténuer les risques ou d'améliorer le rendement pour attirer les investissements privés. Créé en 1991 par la Banque mondiale, le Fonds pour l'Environnement Mondial (FEM, en anglais « *Global Environment Facility* ») représente l'initiative de financement mixte par excellence. A cette période, l'atténuation du changement climatique était une priorité émergente pour les institutions financières internationales, mais les secteurs des énergies renouvelables, de l'efficacité énergétique et des transports verts présentaient des coûts d'investissement trop élevés. En collaboration avec des banques multilatérales de développement telles que la Banque mondiale, le FEM a commencé à fournir des fonds concessionnels susceptibles d'attirer les investissements privés. Cette combinaison a permis d'obtenir des profils rendement/risque acceptables à la fois pour les banques multilatérales de développement et pour les investisseurs privés, et de créer un registre de projets d'énergie propre et d'efficacité énergétique « investissables » dans les pays en développement.

À mesure que les projets d'énergie propre et d'efficacité énergétique deviennent rentables, le rôle du FEM en termes de promotion et de réduction des risques se déplace petit à petit vers le financement de la conservation et de la gestion des ressources naturelles, où les risques sont encore perçus trop élevés pour être financés uniquement par le secteur privé. Avec le soutien du FEM et de la Banque mondiale, la République des Seychelles a lancé en 2018 la première « obligation bleue » souveraine au monde pour soutenir des projets durables dans le domaine de la mer et de la pêche. En bénéficiant d'une garantie de 5 millions de dollars de la Banque mondiale et d'un prêt concessionnel de 5 millions de dollars du FEM, cette obligation est parvenue à lever 15 millions de dollars auprès d'investisseurs internationaux.

Cependant, le secteur de l'énergie reste encore le segment le plus actif du marché des financements mixtes, comptabilisant près d'un tiers du nombre de transactions et 47% du total des flux de capitaux mixtes en 2023. Le financement mixte de l'énergie a été l'un des rares à résister au choc économique de la pandémie de COVID-19 et aux défis macroéconomiques mondiaux qui ont suivi. Les réserves de projets à des niveaux stables, les modèles commerciaux normalisés, l'offre croissante de financements concessionnels et les besoins importants en capitaux des pays émergents engendrent un financement mixte de l'énergie qui prend de l'ampleur. Cela confirme la vision que nous exprimons dans nos Perspectives Économiques et Financières, selon laquelle l'énergie fait partie des secteurs bénéficiant des changements structurels économiques, monétaires, politiques et géopolitiques.

Le financement mixte doit être vu comme une rampe de lancement vers des approches de marché pour financer les besoins de développement. La transparence des performances financières ex-post permet d'estimer la viabilité des financements mixtes ; un exemple de succès est la diminution du recours au système de concession au fil du temps, remplacé par une augmentation des investissements privés.

<sup>1</sup> Les marchés « frontières » sont des marchés « pré-émergents ». Le classement MSCI Frontier Markets liste 27 pays, dont notamment le Vietnam, le Maroc, le Kenya, la Roumanie ou encore le Bahreïn.



Andréa Lemaire-Suau

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

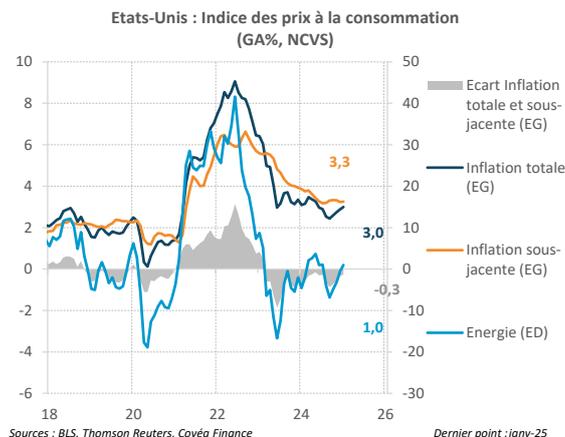
« Face à la persistance de l'inflation, Jerome Powell défend le statu quo »

L'inflation reste soutenue aux Etats-Unis. L'indice des prix à la consommation a progressé de 0,5% en glissement mensuel en janvier, après 0,4% en décembre. Hors énergie et alimentation, la progression mensuelle s'élève à 0,4%, la plus forte depuis mars dernier. **En rythme annuel, l'inflation accélère à 3%, tout comme l'inflation sous-jacente qui s'établit à 3,3%** (3,2% en décembre). Le rapport fait état d'une fermeté des prix à tous les niveaux. L'énergie progresse de 1,1% sur le mois, tandis que l'alimentation affiche une hausse de 0,4%, la plus élevée en deux ans. Une augmentation de 15,2% des prix des œufs, liée à la grippe aviaire, expliquerait cette accélération. Les prix des biens hors énergie et alimentation enregistrent aussi une croissance plus soutenue (+0,3%). Ce dynamisme pourrait refléter une demande plus forte en anticipation de la future imposition de droits de douanes. Les loyers semblent connaître une dynamique moins soutenue, mais les services hors alimentation, énergie et loyers accélèrent avec une hausse mensuelle de 0,7%. Cette composante, mise en avant par Jerome Powell pour jauger de la tendance sous-jacente des prix, enregistre ainsi sa hausse la plus prononcée depuis janvier dernier. En particulier, les prix ont accéléré pour l'hôtellerie (1,4%), les billets d'avion (1,2%) et les assurances de véhicules (2%). On peut relever qu'une accélération similaire avait été

enregistrée en janvier 2024, ce qui pourrait suggérer un impact des ajustements saisonniers. Mais en rythme annuel, l'inflation accélère depuis septembre et l'inflation sous-jacente ne baisse plus depuis l'été dernier. **Cette publication confirme donc la persistance des tensions inflationnistes que nous décrivons dans nos perspectives économiques et financières**, et conforte notre vision d'une Réserve fédérale ayant peu de marge de manœuvre. Celle-ci devrait prolonger sa position d'attente, d'autant plus dans le contexte d'incertitude créé par l'imposition de droits de douane.

Comme attendu, Donald Trump a en effet instauré des taxes douanières de 25% sur les importations d'acier et d'aluminium en provenance de tous les pays, avec prise d'effet le 4 mars. En 2024, le Canada était le principal fournisseur d'acier importé aux États-Unis avec près de 25% du total importé, suivi du Brésil (15%), du Mexique (10%) et de la Corée du Sud (6%). Pour l'aluminium, les importations sont dominées par le Canada avec près de 40% des importations américaines, suivi de la Chine (10%). L'objectif de ces droits de douane généralisés serait d'éviter les stratégies de contournement de la Chine et de la Russie qui passent par des pays tiers pour atteindre le marché américain.

**M. Trump a également annoncé son intention de mettre en place des droits de douane dits « réciproques », dans le but d'égaliser le niveau de barrières tarifaires et non-tarifaires imposées par les pays étrangers sur les produits américains.** Selon le Secrétaire au Commerce Howard Lutnick, les résultats des enquêtes menées par les agences fédérales pour déterminer l'ampleur des barrières appliquées par chaque pays seront prêts le 1<sup>er</sup> avril. A ce stade, il est difficile d'évaluer quels pays seraient les plus touchés, car au-delà de ceux appliquant des taxes douanières élevées (Inde, Brésil, Argentine...), ceux appliquant ce que l'administration américaine considère comme des barrières non tarifaires seront aussi visés (taxes imposées aux entreprises américaines, subventions gouvernementales ou réglementations qui entravent les entreprises



Sources : BLS, Thomson Reuters, Covéo Finance

Dernier point : janv-25

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Indice de confiance NFIB	Indice	janv.-25	102,8	105,1	90,7	93,0
Prod. Industrielle	Vol, CV%, GA%	janv.-25	2,0	0,3	0,2	-0,3
Ventes au détail	Vol, CV%, GA%	janv.-25	4,2	4,4	3,5	2,6
Inflation	IPC, GA%, NCVS	janv.-25	3,0	2,9	4,1	3,0
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	janv.-25	3,3	3,2	4,8	3,4

\*Du 10/02/2025 au 16/02/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

américaines dans des pays étrangers). Ainsi, l'Union Européenne pourrait être visées par ces dispositions. L'administration Trump considère notamment que la TVA, qui est appliquée dans tous les pays de l'UE, est une barrière commerciale.

Lors de son audition devant le Congrès, le Président de la Réserve fédérale (Fed) a porté un message similaire à celui de la réunion de politique monétaire de janvier : l'économie se porte bien et davantage de progrès sont nécessaires en matière de réduction de l'inflation. Dans ces conditions, **Jerome Powell ne voit pas de raison de se presser pour réduire les taux directeurs**. Un discours qui renforce les attentes d'un statu quo de la politique monétaire américaine. Concernant la politique quantitative, M. Powell a déclaré qu'il « y a encore du chemin à parcourir » avant d'interrompre la réduction du bilan. A ce stade, les réserves des banques sont abondantes et il ne voit pas de signes que la liquidité du marché se soit suffisamment réduite pour affecter la diminution des avoirs de la Fed.

Concernant l'activité, les ventes au détail ont reculé de 0,9% en glissement mensuel en janvier, après quatre mois de forte progression. En rythme annuel, les ventes s'inscrivent toujours en croissance robuste (4,2% en valeur). Sur le mois, la faiblesse touche particulièrement les catégories ayant affiché une forte croissance en décembre, à savoir les biens durables : le mobilier et les équipements de maison reculent de 1,7%, les véhicules de 2,8%, et les biens de loisirs de 4,6%. Au contraire, la restauration reste bien orientée (0,9%). Le groupe de contrôle (ventes hors carburants, véhicules, matériaux de construction, restauration), qui permet d'approcher la tendance de consommation des ménages, est également mal orienté avec une baisse de 0,8% sur le mois, ce qui suggère une dynamique moins forte des dépenses en ce début d'année. Les tempêtes de neige ayant touché une partie des Etats-Unis et les incendies à Los Angeles pourraient toutefois expliquer en partie cette faiblesse.

Dans l'industrie, la faiblesse en janvier de la production manufacturière (-0,1% en glissement mensuel) et des mines (-1,2%) sont masquées par le bond des services aux collectivités (+7,2%), reflet d'une demande de chauffage très soutenue. La production industrielle progresse ainsi de 0,5% et affiche une croissance annuelle de 2%. Dans le manufacturier, l'automobile recule de 5,2% sur le mois, tandis que les autres équipements de transport (dont l'aviation) poursuivent leur rattrapage (+6%) après les grèves ayant touché Boeing à l'automne 2024. Cette composante qui affichait une contraction de 12% en rythme annuel en novembre est désormais stable par rapport au niveau de janvier dernier.

L'indice NFIB de confiance des PME s'est légèrement dégradé en janvier après deux mois d'euphorie. L'indice recule de 2,3 points à 102,8, un niveau toujours élevé. Ce déclin intervient sur fond de rebond des incertitudes, ce qui pourrait refléter les récentes annonces en termes de droits de douane. La part des entreprises estimant opportun de réaliser actuellement des investissements diminue à 20%, contre 27% le mois précédent.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

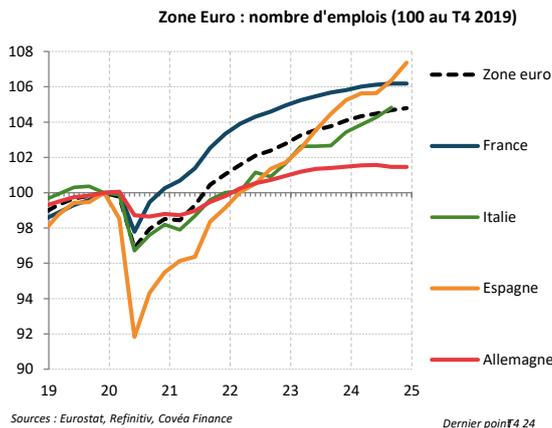


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Malgré une activité peu dynamique, l'emploi continue à progresser en zone euro »

**Initialement annoncé stable, le PIB de la zone euro aurait finalement progressé de 0,1%** au quatrième trimestre 2024, après l'apport de nouvelles données d'Etats-membres. Sur quinze pays qui ont publié leurs propres estimations, trois ont enregistré une contraction de l'activité en fin d'année dernière : la France (-0,1%), l'Allemagne (-0,2%) et l'Irlande (-1,5%). L'impact sur la croissance agrégée de la zone a été compensé par les résultats publiés ailleurs, avec notamment des progressions soutenues en Espagne (+0,8%) ou au Portugal (+1,5%). La révision à la hausse de la croissance séquentielle du quatrième trimestre reste insuffisante pour affecter la progression du PIB entre les quatrième trimestres 2023 et 2024 (+0,9%) ou en moyenne sur l'année 2024 (+0,7%).



**Toujours au quatrième trimestre 2024, l'emploi a encore modestement progressé dans la zone euro (+0,1%),** encore soutenu par le dynamisme observé en Espagne (+0,9% GT). En glissement sur un an, le taux de croissance de l'emploi se tasse toutefois, reflétant l'affaiblissement de la conjoncture aggravé par une forte incertitude politique et géopolitique.

**En décembre 2024, la production industrielle de la zone euro a baissé de 1,1% par rapport au mois précédent,** malgré une progression de 5,1% de la production de biens de consommation non-durables. L'activité dans le secteur a chuté de 2,9% en Allemagne, notamment sous l'effet des grèves chez Volkswagen. Mais des reculs importants sont aussi intervenus au Portugal, en Autriche ou en Italie. Sur un an, le recul de la production industrielle atteint 2,0%, avec des baisses marquées dans les biens intermédiaires, les biens d'équipement et les biens de consommation durables, alors que l'activité progresse de plus de 8% dans les biens de consommation non-durables.

Alors que Donald Trump a commencé à préciser ce que pourraient être les droits de douane « réciproques » qu'il compte mettre en place en réaction aux diverses taxes appliquées aux produits américains lors de leur arrivée chez les partenaires commerciaux, **la Commission européenne a publié un communiqué dans lequel elle se déclare « prête à réagir immédiatement et fermement à des barrières injustifiées au commerce libre et équitable, y compris quand des droits de douane sont utilisés pour contester des politiques légales et non-discriminatoires ».** Les diplomates européens jugent pourtant qu'il faut mettre à profit le délai entre les annonces du Président américain et l'entrée en vigueur éventuelle de droits supplémentaires pour négocier avec

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE Prod. industrielle	Vol, NCVS, GA% déc.-24	-2,0	-1,8	-1,7	-2,9
RU Prod. industrielle	Vol, CVS, GA% déc.-24	-1,9	-2,0	-0,9	-1,7
RU PIB	Vol, CVS, GA% T4 24	1,4	1,0	0,4	0,9

\* Du 10/02/2025 au 16/02/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

l'administration Trump. De fait, plus tôt dans la semaine, alors qu'avait été annoncée l'instauration de nouvelles taxes sur les importations d'acier et d'aluminium aux Etats-Unis, les ministres du commerce des pays membres de l'UE avaient mis en avant la nécessité de dialoguer avec le gouvernement américain.

**En France, la Cour des comptes alerte sur le dérapage des finances publiques.** Le rapport publié souligne la « dérive inédite » des dépenses publiques en 2024, dont la trajectoire inquiétante est en partie masquée par l'extinction de mesures exceptionnelles mises en place durant la crise énergétique. La Cour des comptes pointe par ailleurs que la réduction du déficit prévue en 2025 repose exclusivement sur une hausse des prélèvements obligatoires plutôt que sur des efforts sur les dépenses. De plus, près de la moitié des hausses de prélèvements sont présentées comme temporaires (comme la surtaxe sur les grandes entreprises), ce qui reporte sur les années suivantes l'effort structurel de redressement des finances publiques.

Dans le cadre du Sommet international de l'intelligence artificielle (IA), qui s'est déroulé à Paris, 61 pays dont la France, l'Inde et la Chine ont signé une déclaration pour une IA ouverte, inclusive et éthique. Les pays se sont également prononcés pour une coordination renforcée de la gouvernance de l'IA et ont appelé à éviter « une concentration du marché », afin que cette technologie soit plus accessible. On note tout de même des divisions sur le sujet puisque les Etats-Unis et le Royaume-Uni n'ont pas signé cet accord et ont mis en garde contre une régulation excessive de l'IA. Par ailleurs, le sommet a officialisé la création d'un observatoire de l'impact énergétique de l'intelligence artificielle, piloté par l'Agence internationale de l'énergie (IEA).

**Au Royaume-Uni, le PIB est en légère hausse sur la fin d'année 2024.** Malgré des indicateurs économiques moroses, le pays enregistre une très faible croissance au quatrième trimestre (+0,1% en glissement trimestriel), tirée par la hausse des stocks, qui a permis de compenser le recul de l'investissement. Sur l'ensemble de l'année, la croissance britannique est en hausse à 0,9% grâce à un premier semestre dynamique. La Banque d'Angleterre s'attend à un léger ralentissement de la croissance en 2025 à 0,75%.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Focus : Les relations entre les Etats-Unis et l'Europe se refroidissent, sur fond de tensions concernant le dossier ukrainien.

### ▪ Une administration américaine de plus en plus critique envers son allié historique, l'Europe :

Lors de la Conférence de Munich sur la sécurité, qui s'est tenue du 14 au 16 février 2025, le Vice-président américain J.D. Vance a tenu un discours peu apprécié par les dirigeants européens, en affirmant que la liberté d'expression était en recul sur le Vieux Continent. En parallèle, les déclarations d'autres haut-fonctionnaires américains se sont multipliées ces derniers jours, et suggèrent que **les Européens pourraient être exclus des négociations autour d'un cessez-le-feu en Ukraine**.

Le 12 février, le Secrétaire américain à la Défense Pete Hegseth a défini les lignes rouges américaines. Pour lui, un retour aux frontières ukrainiennes d'avant 2014 (avant l'annexion de la Crimée par la Russie) et une adhésion du pays à l'OTAN étaient des objectifs irréalistes. Il a par ailleurs réitéré la nécessité de porter les dépenses de défense à 5% du PIB pour l'ensemble des pays de l'OTAN. Le même jour, le président américain Donald Trump a eu un échange téléphonique avec son homologue russe, et les deux hommes ont décidé de se lancer dans des négociations immédiates sur l'Ukraine. Par la suite, Keith Kellogg (envoyé spécial des Etats-Unis pour l'Ukraine et la Russie) a indiqué que l'Europe ne sera pas conviée aux négociations.

Selon le porte-parole du Kremlin, **des pourparlers entre les Etats-Unis et la Russie auront lieu le 18 février**. Le Secrétaire d'Etat américain Marco Rubio devrait en effet rencontrer le Ministre des Affaires étrangères russe Sergueï Lavrov à Riyad, mais la présence de représentants ukrainiens reste encore incertaine. Donald Trump a par ailleurs indiqué qu'il rencontrerait Vladimir Poutine en Arabie Saoudite, sans toutefois préciser la date.

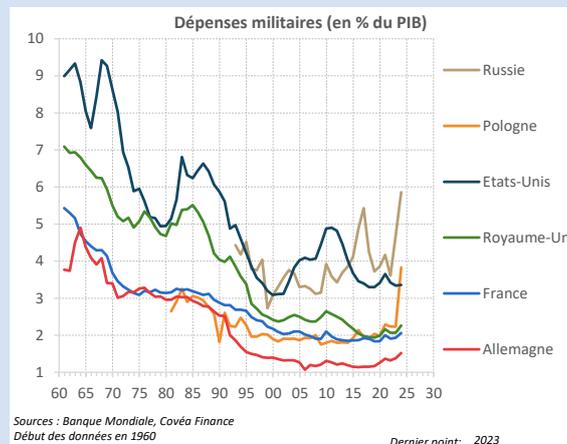
### ▪ L'Europe tente de définir une réponse commune :

Face à l'accélération de l'administration américaine sur le dossier ukrainien, le Président français Emmanuel Macron a décidé de tenir en urgence une réunion informelle concernant la situation en Ukraine et les enjeux de la sécurité européenne, le 17 février à Paris.

Les chefs d'Etat de l'Allemagne, de l'Italie, de l'Espagne, des Pays-Bas, du Danemark, de la Pologne et du Royaume-Uni ont été conviés, ainsi que António Costa (Président du Conseil européen), Ursula von der Leyen (Présidente de la Commission européenne) et Mark Rutte (Secrétaire général de l'OTAN). Alors que cette réunion vise à préparer une réponse commune européenne, plusieurs pays de l'Union européenne (UE) ont regretté de ne pas avoir été invités à participer à ces discussions.

Face aux pressions américaines, et à la menace de son voisin russe, les pays de l'UE seront amenés à augmenter leurs dépenses militaires. Néanmoins, la question du financement de la défense demeure cruciale, d'autant que sept pays sont déjà placés en procédure de déficit excessif par la Commission européenne, et disposent donc de marges de manœuvre budgétaires limitées.

Face à ce constat, **Ursula von der Leyen a annoncé qu'elle proposera d'activer la clause de sauvegarde prévue dans le Pacte de stabilité et de croissance**. Si le Conseil européen accepte l'activation de cette clause, les Etats-membres de l'Union européenne pourront augmenter leurs dépenses militaires pour les amener au-delà de 2% du PIB sans craindre des remontrances de la part de la Commission. Cette clause, qui permet davantage de flexibilité budgétaire, avait déjà été activée lors de la pandémie de covid-19. De son côté, l'Allemagne avait contourné sa règle du frein à la dette en créant un fond « hors budget » dédié à la défense en 2022, pour un montant de 100Mds€. L'alliance CDU-CSU, actuellement en tête des sondages à la veille des élections fédérales allemandes, n'exclut pas le recours à de nouveaux fonds hors budget pour continuer de financer la défense.



Eloïse Girard-Desbois

Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Asie

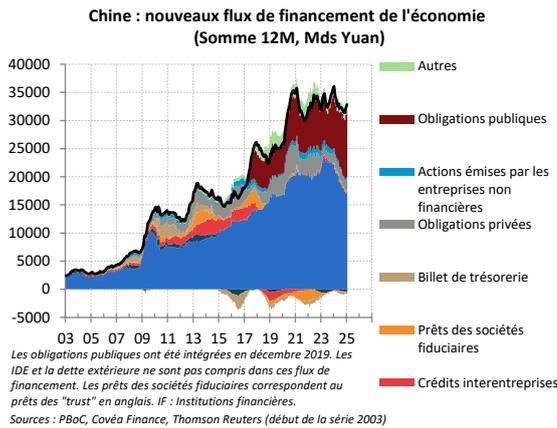
« Les premiers ministres japonais et indiens ont échangé avec D. Trump sur l'évolution des relations commerciales »

**Le Premier ministre japonais Shigeru Ishiba et le Président américain Donald Trump ont tenu leur première réunion le 7 février. Le Président Trump a déclaré qu'il considérait le déficit commercial des États-Unis avec le Japon comme un problème et qu'il souhaitait parvenir à une balance commerciale « équilibrée »** entre les deux pays – le déficit américain vis-à-vis du Japon était de 69 Mds\$ en 2024. Si un équilibre de la balance commerciale n'était pas atteint, D. Trump a indiqué qu'il envisagerait d'imposer des droits de douane sur des produits japonais. En particulier, il a déclaré que les droits de douane sur les automobiles étaient « toujours une option ». De son côté le Premier ministre Ishiba s'est engagé à augmenter les importations de gaz naturel liquéfié américain et les investissements des entreprises japonaises aux États-Unis. En outre, D. Trump a déclaré que les deux dirigeants avaient convenu que Nippon Steel réaliserait un investissement important dans US Steel mais sans acquérir le sidérurgiste américain.

Le 13 février, **D. Trump s'est entretenu avec le Premier ministre Indien, Narendra Modi**. Il a déclaré que les deux pays allaient « renforcer davantage leurs liens » en augmentant les exportations militaires américaines vers l'Inde, évoquant notamment des ventes d'avions de combat F-35, ainsi que les exportations de gaz et de pétrole. N. Modi a également indiqué que son pays était « tout à fait prêt » à accueillir les indiens ayant immigré illégalement aux États-Unis. Néanmoins, **D. Trump est resté ferme sur le sujet des droits de douanes en évoquant un déficit commercial des États-Unis de « presque 100 Mds\$ » avec l'Inde** et déclarant que « ce que l'Inde nous fait payer, on lui fait payer aussi ».

En Chine, les données de crédit se stabilisent en janvier. La croissance des financements agrégés à l'économie s'est maintenue à 8%, comme en décembre, soit un niveau relativement faible au regard de l'historique. Si la croissance des crédits bancaires ralentit à 7,5% après 7,6% en décembre, la dynamique des financements reste principalement entretenue par les émissions d'obligations publiques, reflet du renforcement du soutien des autorités à l'activité économique.

Sur le plan monétaire, la Banque Populaire de Chine (PBoC) a maintenu son orientation accommodante dans son rapport du quatrième trimestre. Elle a réaffirmé une politique « modérément souple » et s'est engagée à renforcer les ajustements contracycliques, en cohérence avec les décisions précédentes, tout en mettant l'accent sur la stabilité financière. En outre, la PBoC a réitéré son engagement pour la stabilité du taux de change.



Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
JP	PIB	Vol, CVS, GA%	T4 24	1,4	0,6	1,5	0,1

\*Du 10/02/2025 au 16/02/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**Le PIB du Japon a progressé de 0,7% en séquentiel au quatrième trimestre 2024**, alors que le consensus n'attendait qu'une croissance de 0,3%. La surprise est notamment venue de la consommation des ménages : attendue en contraction après une forte progression au trimestre précédent, elle a augmenté de 0,1%. Bien que moins vigoureux que prévu par les économistes, l'investissement non-résidentiel a crû de 0,5% en glissement trimestriel et les échanges extérieurs ont contribué à soutenir la croissance du PIB.

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.