

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

10 Janvier 2022

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

## Almaty\* ne répond plus !

Un couvre feu règne sur le Kazakhstan depuis une semaine et la pandémie n'y est pour rien...Ce pays d'Asie centrale, le plus grand et le plus riche des ex-républiques soviétiques, indépendant depuis 1991, est en proie à de violentes manifestations de sa population. L'objet de ce mécontentement : la hausse du prix du gaz naturel comprimé qui sert de carburant automobile. Un étonnement, et un sentiment d'injustice pour la population, quand on sait que le Kazakhstan, un Etat gigantesque par sa géographie (le 9ème en superficie), abrite de très importantes réserves de pétrole et gaz, de charbon et d'uranium (1er producteur au monde) et profite ainsi de la flambée des cours des hydrocarbures depuis 1 an. Il a d'ailleurs rejoint en 2016 l'OPEP+. Le Kazakhstan est le 13ème producteur de pétrole avec 1.8Mb/j soit plus de 2% de la production mondiale devant le Qatar, le Nigéria, l'Algérie ou l'Angola et posséderait 1.7% des réserves mondiales prouvées. Son sol recèle aussi 1.2% des réserves de gaz soit autant que l'Algérie ou le Canada et il en produit 31.7Mds M Cubes, et 1.2% des réserves de charbon dont il extrait 113.2M tonnes (8ème rg). Des sources d'énergie qu'il lui permettent d'être, après les Etats-Unis, le leader mondial... de bitcoins avec près de 18% de la puissance de calcul de « minage ».

Dans notre compréhension du monde, les questions géoéconomiques dominent. Or, le Kazakhstan a un positionnement géostratégique d'importance au cœur de l'Eurasie. C'est évidemment un partenaire énergétique majeur de la Russie à l'heure des tensions avec l'Ukraine. Il existe de nombreux accords entre les 2 pays : transit pétrolier, traitement gazier, nucléaire civil, aérospatiale avec la base de lancement de Baïkonour. Mais c'est une position centrale qui n'a pas échappé aussi à la Chine et qui explique pourquoi le Président Xi Jinping avait choisi le Kazakhstan pour inaugurer en 2013 son initiative des nouvelles routes de la soie. Et si le pays pouvait apparaître en marge des flux de la mondialisation par l'absence de mers ouvertes, cette région carrefour a fait l'objet de très importants investissements de la part de Pékin (55 projets pour 20Mds€).

Le Kazakhstan est donc au centre de beaucoup de préoccupations qui affectent nos marchés financiers ! Sur le plan des équilibres géostratégiques, c'est à la fois l'allié historique du challenger russe (on se souvient qu'elle a été la dernière république membre de l'URSS, 4 jours après la Russie, en décembre 1991), une alliance institutionnalisée dans l'Organisation du Traité de Sécurité Collective (OTSC). C'est aussi un partenaire convoité par les 2 puissances d'un monde bipolaire (Etats-Unis et Chine). Sur le plan des chaînes d'approvisionnement industrielles, le Kazakhstan représente bien un maillon indispensable à l'heure des tensions sur le marché du gaz et de l'électricité sur fond de flux tendus dans les entreprises internationales et de transition énergétique. Et sa position géographique en ferait par ailleurs un recours indispensable en cas de blocage des détroits de Malacca ou d'Ormuz.

*\*Almaty est la plus grande ville du Kazakhstan, appelée Alma-Ata pendant la période soviétique. Ancienne capitale, elle a laissé la place en 1992 à la ville de Noursoultan qui portait le nom d'Astana jusqu'en 2019 et renommée en hommage au Président Noursoultan Nazarbaïev (1990-2019)...Ce « Premier Président » et « chef de la Nation » conserve d'ailleurs encore sa propre chancellerie, son budget, sa politique diplomatique et commerciale et présidait jusqu'aux émeutes le Conseil de sécurité...*

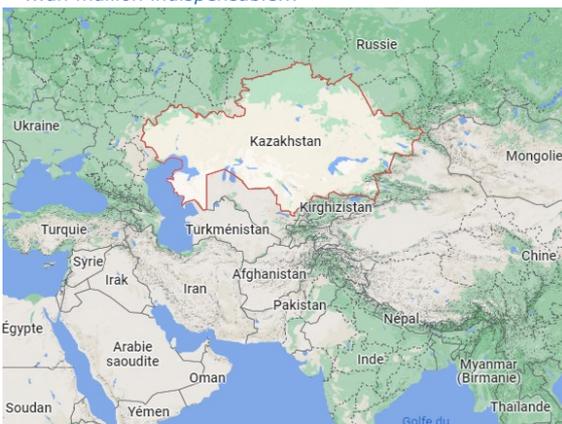
Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



### Focus de la semaine

« ...un maillon indispensable... »



Source : Google Maps

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	07/01/22	10/11/21	T-12 mois	10/11/21	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,136	1,148	1,227	-1,0	-7,4
€ / £	0,836	0,856	0,905	-2,4	-7,6
€ / Yen	131,29	130,75	127,39	0,4	3,1
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	82	83	54	-1,1	50,3
Indice CRB*	584	570	449	2,3	29,9
Prix de l'once d'Or	1 797	1 848	1 914	-2,8	-6,1
Prix de la tonne de cuivre	9 647	9 533	8 179	1,2	17,9
Indice Baltic Dry**	2 289	2 861	1 366	-20,0	67,6
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	5 047	4 536	1 001	11,3	404,2

Sources : Bloomberg, Covéa Finance \*Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. \*\*Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales \*\*\*Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai

# Analyse de l'évolution des marchés

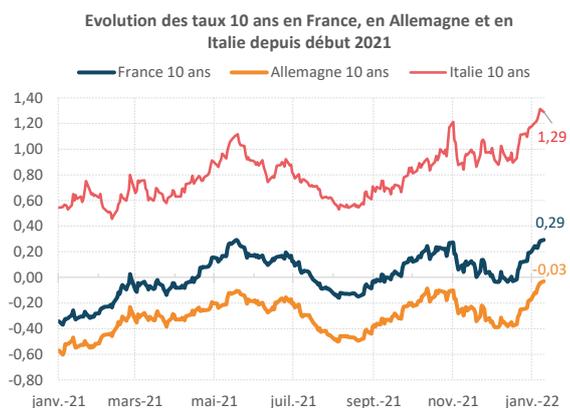
## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Suite aux minutes de la réunion de la Reserve Fédérale Américaine publiées mercredi dernier, la hausse des taux s'est accélérée. Le taux 10 ans américain a atteint son point culminant depuis le début de la pandémie en touchant le niveau de 1,8%. Le resserrement monétaire pourrait être plus rapide que ce qui était anticipé: le marché prévoit maintenant trois hausses de taux en 2022, la première dès le mois de mars. Le bilan serait réduit bien plus rapidement que lors de sa dernière phase de resserrement. Les chiffres de l'emploi de vendredi dernier, avec un taux de chômage qui s'approche du plein emploi, ont conforté cette tendance haussière. Les 30pb de hausse des taux sont également constatés sur les taux réels. Ce mouvement s'est propagé en zone Euro mais de façon atténuée, le taux 10 ans français s'est écarté de 10pb à 0.30% et le 10 ans allemand de 13pb à -0,03%, au plus haut depuis 2019. Quant au marché du crédit en zone euro, le primaire s'est rouvert avec une activité encore faible pour les entreprises non financières (4,75Mds€ d'émissions).

### Le Focus de la semaine : Emissions souveraines en zone Euro en 2022 : moins d'offre... et moins de demande

Dans nos Perspectives Economiques et Financières nous insistons sur la forte augmentation de l'endettement des agents économiques favorisée par les politiques très accommodantes des banques centrales. Au premier rang d'entre eux, se trouvent de nombreux Etats européens qui ont augmenté de manière phénoménale leur endettement ces dernières années. Cette augmentation a été rendue possible par les achats des banques centrales qui ont absorbé cette offre supplémentaire, mais cela pourrait changer dans les mois à venir avec le changement de politique monétaire de la BCE. Après deux années d'émissions record des Etats de la zone Euro pour faire face à la pandémie, les émissions souveraines nettes des remboursements devraient être moins importantes en 2022. Pour l'ensemble de la zone Euro, les budgets prévisionnels montrent une diminution globale de 200Mds€. Dans le cas de la France, le montant net des émissions devrait être de 115Mds€, en baisse de 40Mds€ par rapport à 2021. Les émissions nettes des remboursements de l'Union Européenne devraient, elles, rester au moins aussi élevées qu'en 2021, de l'ordre de 115Mds€.



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Suite aux annonces du mois de décembre, les achats d'actifs de la Banque Centrale Européenne devraient également être moins importants. En prenant en compte les émissions de l'Union Européenne, les achats de la BCE ne devraient plus couvrir intégralement les émissions souveraines. Mais les situations sont différentes selon les pays. En Allemagne, les achats de la BCE devraient être supérieurs de 30Mds aux émissions nettes alors qu'en France, ils devraient être inférieurs de 40Mds environ. Ces chiffres sont une estimation, à la fois en termes d'émissions et d'achats d'actifs où les clés de répartition peuvent évoluer.

Par ailleurs, des effets de saisonnalité sont attendus. Pour la France, le mois le plus favorable devrait être le mois d'avril avec un montant d'émissions net inférieur de 40Mds€ aux achats anticipés, tandis que le solde devrait être positif de 21Mds€ en mars et en juin. Pour l'Italie, le début d'année est défavorable, avec un solde positif de 47Mds€ entre janvier et février, le rattrapage aura lieu en septembre où les achats seront supérieurs de 45Mds€ aux émissions nettes. La pression baissière sur les taux d'intérêt qui s'est exercée depuis plusieurs années par les achats d'actifs des banques centrales devrait donc se relâcher légèrement. Ces considérations de flux sont partiellement intégrées par le marché et expliquent en partie la hausse des taux du mois de décembre. Elles n'en demeurent pas moins un facteur à prendre en compte pour déterminer la trajectoire à venir des taux d'intérêt et de l'évolution des écarts de rendements entre les différents pays de la zone.

Marie Edmée de Monts

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	07/01/22	J-7	10/11/21	31/12/21	T-12 mois	J-7	10/11/21	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
<b>Taux directeurs</b>											
Variations (en pbs)											
Réserve Fédérale Américaine	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00		
BCE - Taux Repo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
BCE - Taux Facilité de dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	0,00	0,00	0,00		
Banque d'Angleterre	0,25	0,25	0,10	0,25	0,10	0,00	0,15	0,00	0,15		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
<b>Taux 10 ans</b>											
Variations (en pbs)											
Etats-Unis	1,76	1,51	1,55	1,51	1,08	25	21	25	68	90	35
Allemagne	-0,04	-0,18	-0,25	-0,18	-0,52	13	20	13	48	56	32
France	0,29	0,20	0,11	0,20	-0,32	9	18	9	61	95	68
Italie	1,31	1,17	0,94	1,17	0,56	14	38	14	76	137	85
Royaume-Uni	1,18	0,97	0,93	0,97	0,28	21	25	21	89	36	11
Japon	0,14	0,07	0,06	0,07	0,04	7	8	7	10	19	58
<b>Crédit</b>											
Variations (en pbs)											
Indice Itraxx Main	50,4	47,8	48,9	47,8	47,9	2,6	1,5	2,6	2,5		
Indice Itraxx Crossover	251,6	241,7	248,0	241,7	249,2	9,9	3,6	9,9	2,4		

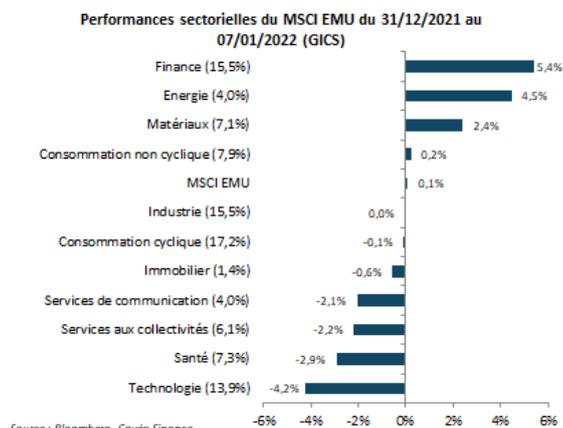
Sources : Bloomberg, Covéa Finance \* (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Sur cette première semaine de l'année, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) affichent une très légère progression de 0,1%, une performance qui cache de la volatilité et des divergences sectorielles déjà très marquées en seulement cinq jours de cotations. En effet, après une progression de près de 2% à l'entame de la semaine, l'environnement de taux d'intérêt et les commentaires de la Réserve Fédérale Américaine sur la normalisation de sa politique monétaire ont inversé cette tendance et surtout ont entraîné de grandes disparités au sein de l'indice. On note déjà près de 10% d'écart de performance entre la meilleure et la moins bonne performance sectorielle. La finance (+5,4%), l'énergie (+4,5%) et les matériaux (+2,4%) sont les secteurs les plus recherchés dans ce contexte. A l'inverse les secteurs les plus sensibles aux taux d'intérêt, par nature ou par leur multiples de valorisation élevés souffrent le plus à l'image de la technologie (-4,2%), de la santé (-2,9%) et des services aux collectivités (-2,2%). Enfin, en termes de performances géographiques, une baisse très marquée est à noter pour l'indice danois (-6,5%); le reflet de la pression sur les titres à multiples de valorisation élevés qui composent particulièrement cet indice.



### Le Focus de la semaine : Bilan 2021

Nous poursuivons cette semaine le bilan de l'année 2021 débuté lors de notre précédent suivi hebdomadaire. Après les performances générales nous revenons sur deux autres indicateurs, le niveau de distribution de dividendes et la performance des plus grosses introductions en bourse.

Concernant ces dernières, nous avons déjà mis en avant le nombre important d'opérations cette année. Il faut retenir que près de la moitié des transactions supérieures à un milliard de dollars réalisées affichent des cours inférieurs à ceux du premier jour de cotation. Cela, alors même que les indices mondiaux sont en forte progression en 2021. Cela illustre la prudence nécessaire d'avoir sur ces multiples de valorisations, tel que nous le décrivons dans nos dernières Perspectives Economiques et Financières. A titre de comparaison ce sont seulement 33% des introductions de 2019 et 27% de celles de 2020 qui étaient dans la même situation 12 mois après leur entrée sur les marchés financiers.

Concernant les dividendes versés par les entreprises : ils sont l'une des composantes des produits financiers des investisseurs institutionnels au même titre que les plus ou moins-values réalisées sur les titres. Or, sur la période récente, les entreprises européennes ont montré un intérêt de plus en plus marqué pour les programmes de rachats d'actions dans leur politique d'allocation du capital. Dans le monde, les dividendes versés ont rebondi cette année de plus de 20%, surtout dans les zones où ils avaient le plus baissé, à savoir le Royaume-Uni et l'Europe continentale. Sur le troisième trimestre le retour des dividendes des banques de la zone Euro ont alimenté le flux mais ce rebond a principalement été alimenté par les sociétés minières qui ont bénéficié de la hausse des prix des matières premières. Si nous sommes maintenant sur des niveaux proches de ceux d'avant crise sanitaire, 2022 sera donc une année charnière pour juger de la diffusion de ce mouvement de normalisation à l'ensemble des acteurs.

**Julien Chevalier**

Responsable équipe Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	07/01/22	J-7	10/11/21	31/12/21	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	154,1	154,1	155,2	154,1	131,0	0,1	↑	-0,7	↓	0,1	↑	17,7	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 089	1 094	1 096	1 094	978	-0,5	↓	-0,7	↓	-0,5	↓	11,3	↑
MSCI EMU Small Cap	486,9	487,4	504,3	487,4	448,3	-0,1	↓	-3,5	↓	-0,1	↓	8,6	↑
MSCI Europe	161,5	161,7	160,1	161,7	135,3	-0,1	↓	0,8	↑	-0,1	↓	19,3	↑
France CAC40	7 219	7 153	7 045	7 153	5 670	0,9	↑	2,5	↑	0,9	↑	27,3	↑
Allemagne DAX30	6 736	6 696	6 789	6 696	6 043	0,6	↑	-0,8	↓	0,6	↑	11,5	↑
Italie MIB	27 618	27 445	27 561	27 445	22 746	0,6	↑	0,2	↑	0,6	↑	21,4	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 485	7 385	7 340	7 385	6 857	1,4	↑	2,0	↑	1,4	↑	9,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 955	8 777	8 572	8 777	7 580	2,0	↑	4,5	↑	2,0	↑	18,1	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

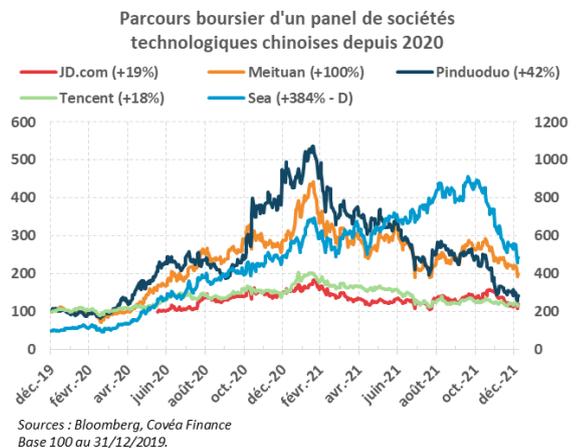
## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

**Les marchés asiatiques**, influencés par Wall Street, ont été très volatils, reflétant une surperformance marquée des secteurs de la finance et de l'énergie au détriment des secteurs technologique et de santé. Dans ce contexte, les places boursières dominées par les valeurs financières, comme Singapour (47% de la cote), l'Inde (36%) et l'Indonésie (39%) sont en progression d'environ 2% sur la semaine. Au Japon, bien que les financières ne représentent que 9% de l'indice, ces valeurs ont néanmoins permis de tirer la performance du Nikkei à la hausse sur la semaine, soutenue également par la consommation discrétionnaire (notamment l'automobile), les industrielles et les sociétés de négoce. Les marchés sud-coréens et taiwanais, où le poids du secteur technologique est important (58% pour le Kospi et 42% pour le Taiex) sont en sous-performance notable. En Chine, le recul de près de 2% s'explique par une morosité du marché immobilier (risque de défaillance sur les promoteurs immobiliers) et des tensions sino-américaines persistantes. Le premier ministre Li Keqiang a annoncé dans une presse locale qu'une baisse importante des impôts et des prélèvements était nécessaire pour faire face à la pression baissière sur la croissance. Son gouvernement essaye d'encourager les dépenses des ménages, tout en souhaitant étendre la déduction des dépenses de R&D et des rabais de TVA pour les entreprises, dans des secteurs ciblés et ceux touchés par la pandémie. Parallèlement, les autorités chinoises ont annoncé une réduction de 30% des subventions destinées à l'achat de voitures électriques neuves en 2022 et une élimination du dispositif à partir de 2023. Malgré des nouvelles rassurantes concernant le variant Omicron (nombre élevé de contaminations mais relativement peu d'hospitalisations), le **marché américain** s'inscrit en recul de 2% sur la semaine, dans l'anticipation d'un resserrement plus rapide de la politique monétaire de la Fed (réduction des achats d'actifs au cours du premier trimestre et 3 hausses des taux directeurs désormais attendues à partir du mois de mars). Dans ce contexte, on note de forts contrastes sectoriels, avec une hausse sensible de l'énergie (+ 10%, soutenu par un bond de plus de 6% pour le baril WTI) et de la finance (+5%, aidé par une progression de 25 bps pour le rendement du Bon du Trésor à 10 ans, à 1.75%). En revanche, les secteurs de croissance, pénalisés par la hausse des rendements obligataires, ont subi de fortes prises de profits : -4.5% pour la technologie et la santé. Les constructeurs automobiles poursuivent agressivement leurs efforts d'électrification notamment dans les grosses cylindrées avec Ford qui compte doubler sa production de pick-up F-150 Lightning cette année et General Motors qui prévoit le lancement du Silverado électrique début 2023. De son côté, Tesla a navigué avec succès à travers les écueils de la chaîne d'approvisionnement, annonçant des livraisons record au quatrième trimestre 2021 (308,000 véhicules) et sur l'ensemble de l'année (936,000). Enfin, notons que selon certains médias locaux, Pékin reproche à Walmart d'avoir enfreint les lois chinoises sur la cyber-sécurité, alors que le groupe américain est par ailleurs la cible de critiques pour avoir interrompu la vente de produits fabriqués au Xinjiang.

### Le Focus de la semaine : Les dommages collatéraux d'une supervision accrue des sociétés technologiques chinoises

Tencent, géant internet chinois dont les services s'étendent des réseaux sociaux au commerce en ligne et aux jeux vidéo, a récemment cédé une partie non négligeable de ses participations dans des sociétés chinoises cotées aux Etats-Unis. La première : une vente de 16 milliards de dollars d'actions JD.com (plateforme de e-commerce), réduisant ainsi sa participation au capital de 17% à 2%. La seconde : une vente de 3 milliards de dollars d'actions de Sea (plateforme de commerce en ligne singapourienne et éditeur de jeux mobiles), réduisant ainsi sa participation au capital de 21 à 18%. Dans la foulée de ces annonces, les inquiétudes ont porté sur les autres participations de Tencent dans de nombreuses sociétés. Parmi elles, on notera les participations importantes dans des sociétés telles que Bilibili, Meituan, Pinduoduo et Futu Holdings. Même s'il est impossible de lier directement ces deux ventes avec une quelconque injonction du gouvernement chinois, celles-ci nous interpellent néanmoins, tant l'emprise tentaculaire de Tencent en Asie en (185 milliards de dollars de participations à fin septembre 2021) est en contradiction avec la volonté des autorités de mieux contrôler ces sociétés (et notamment de bannir leur cotation aux Etats Unis) et de briser les monopoles. Fort de ce constat, les investisseurs ont anticipé d'autres cessions de participations continuant de mettre une pression baissière sur les valeurs chinoises encore cotées à New York. Notons qu'en arrière-plan, le gouvernement Chinois a continué d'infliger des amendes à Alibaba, Tencent et Bilibili pour avoir omis de déclarer correctement des prises de participations passées. Les montants sont certes dérisoires pour ces sociétés, mais le symbole l'est moins.



**Kenn Gagnon**

Gérant Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	07/01/22	J-7	10/11/2021	31/12/20	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	10/11/2021	31/12/20	sur 12 mois	J-7	10/11/2021	31/12/20	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 677	4 766	4 647	3 756	3 804	-1,9 ↓	0,7 ↑	24,5 ↑	23,0 ↑	-1,8 ↓	2,4 ↑	34,5 ↑	32,8 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	36 232	36 338	36 080	30 606	31 041	-0,3 ↓	0,4 ↑	18,4 ↑	16,7 ↑	-0,2 ↓	2,2 ↑	27,9 ↑	26,1 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	14 936	15 645	15 623	12 888	13 067	-4,5 ↓	-4,4 ↓	15,9 ↑	14,3 ↑	-4,4 ↓	-2,7 ↓	25,2 ↑	23,5 ↑
Japon Nikkei 300	421	419	422	382	383	0,7 ↑	-0,2 ↓	10,2 ↑	10,0 ↑	0,4 ↑	-0,5 ↓	6,2 ↑	6,7 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 955	2 978	2 930	2 821	3 032	-0,8 ↓	0,8 ↑	4,8 ↑	-2,5 ↓	-1,7 ↓	1,6 ↑	2,8 ↑	-3,8 ↓
Chine - Shanghai	3 580	3 640	3 507	3 473	3 576	-1,7 ↓	2,1 ↑	3,1 ↑	0,1 ↑	-1,9 ↓	3,9 ↑	14,0 ↑	9,8 ↑
Hong Kong Hang Seng	23 493	23 398	24 813	27 231	27 549	0,4 ↑	-5,3 ↓	-13,7 ↓	-14,7 ↓	0,5 ↑	-4,4 ↓	-7,8 ↓	-8,4 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 226	1 232	1 274	1 291	1 322	-0,5 ↓	-3,8 ↓	-5,0 ↓	-7,3 ↓	-0,4 ↓	-2,1 ↓	2,6 ↑	0,2 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

Le goodwill, appelé également survaleur ou écart d'acquisition, correspond à l'écart de valorisation qui apparaît, l'année de la prise de contrôle d'une société, entre le prix d'acquisition des titres et la juste valeur des actifs et des passifs de la société acquise (l'une et l'autre étant exprimées en valeur de marché). Lors de sa constatation (au moment de la consolidation des comptes), le goodwill est enregistré comme un actif ... **Il correspond donc à la prévision d'avantages économiques futurs.** Il représente une prime payée par la société en contrepartie d'avantages divers procurés par la prise de contrôle. Parmi ces avantages : élimination d'un concurrent, entrée sur un nouveau marché, accès à une technologie, etc.

**Il n'est jamais « prescrit » et doit faire l'objet de tests chaque année sans limite de temps. On parle de « test de dépréciation » ou d'« impairment test ».**

**Jusqu'en 2004**, selon la norme IAS 22, le goodwill devait être amorti sur une durée maximale de 20 ans, et au compte de résultat, l'amortissement apparaissait alors juste avant le bénéfice net. En sus de ces amortissements, le cadre français et les IAS acceptaient que les groupes enregistrent des amortissements exceptionnels afin de refléter complètement la perte de valeur du goodwill.

**À partir de 2005**, l'IASB s'est aligné sur la position arrêtée par le FASB en 2001 : depuis, le goodwill n'est plus amorti mais est soumis à un test annuel de dépréciation (IFRS 3) ; par ailleurs, la reprise des dépréciations sur le goodwill est interdite par la norme IFRS 3 révisée. Les entreprises doivent, à la clôture de leur exercice et/ou dès lors qu'un indice de perte de valeur est constaté, procéder à la comparaison de la valeur recouvrable de leurs actifs à leur valeur nette comptable.

**Les difficultés rencontrées sont multiples et nos analystes y sont fortement sensibilisés !**

- En effet, de nombreuses sociétés communiquent encore peu ou mal sur ces données
- Souvent les sociétés effectuent un changement de catégorie pour les taux de croissance à l'infini (année X ou année X+n) : si ces évolutions peuvent être (ponctuellement) expliquées par des évolutions de métier et / ou de périmètre, elles sont parfois tellement nombreuses qu'elles brouillent la lecture des données
- Enfin il leur faut être vigilants sur l'évolution et la composition de cette survaleur (concentration, répartition, pays et métiers concernés, concurrence, sauts technologiques éventuels etc...) et bien sûr également sur l'évolution (et la composition) des taux de croissance à l'infini utilisés dans le cadre des tests de dépréciation.

**Quels sont les intérêts et limites de ces différentes approches ?**

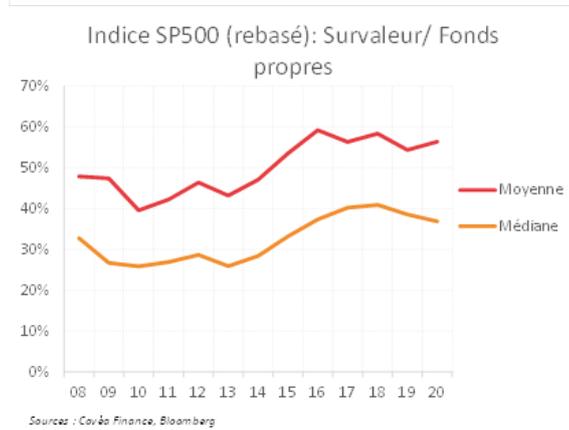
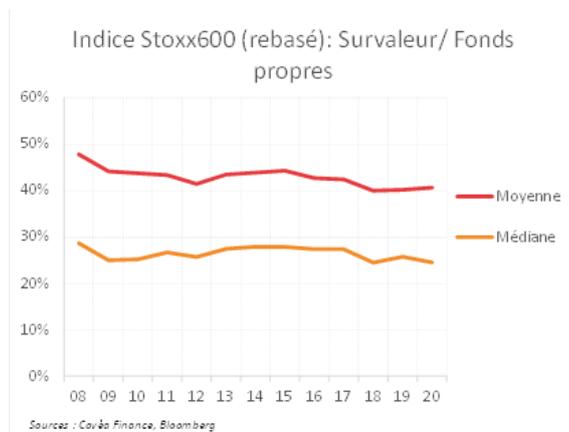
- L'ancienne norme avec l'enregistrement d'un amortissement suppose une dégradation systématique du goodwill et une durée de vie finie
- La nouvelle norme permet une constatation d'une dépréciation non systématique mais fondée sur la juste valeur et/ou une appréciation des flux de trésorerie attendus. Cependant, les tests de dépréciation ont aussi leurs limites : ils induisent une plus grande subjectivité et marge de manœuvre dans l'appréciation de la perte de valeur
- **Dans cette opposition « ancienne / nouvelle norme », on retrouve l'éternel débat entre la fiabilité (i.e. l'ancienne) et la pertinence (i.e. la nouvelle) de l'information comptable...**

**Benjamin Biyogo**

Analyste financier et extra financier



**Sylvaine Rodrigues**



# Suivi Macroéconomique

## L'Eco de la semaine

Première semaine de l'année 2022 déjà riche en données macroéconomiques qui mettent en lumière les grands sujets économiques qui nous accompagneront sur le semestre, avec aux Etats-Unis des éléments sur le rétablissement du marché du travail et le rapport d'emploi du mois de décembre, et en Zone Euro, des éléments sur la dynamique des prix à la consommation avec la publication des chiffres de l'inflation.

**Aux Etats-Unis, le rapport d'emploi du mois de décembre illustre une poursuite de l'amélioration tendancielle du marché du travail** avec une accélération de la baisse du taux de chômage à 3,9%. Les créations d'emploi sont restées favorables avec près de 200 000 emplois créés sur le mois, malgré une modération de ce rythme de création de poste compensée sur la période par une révision significative des créations d'emploi des deux mois précédents. Relativement au mois d'avril 2020, le solde de l'emploi aux Etats-Unis reste déficitaire de plus de 3,5 millions d'employés, un déficit qui laisse présager le maintien d'une tension importante sur le marché du travail américain. Dans ce contexte, la pression sur les salaires reste forte, avec un rythme de croissance annuelle des rémunérations proche des 5%. **Un environnement du marché du travail favorable donc qui est entré en résonance avec la publication des minutes de la Réserve Fédérale et généré de l'instabilité sur les taux américains.** En effet, le compte rendu de la dernière réunion de politique monétaire a confirmé la volonté des membres du comité d'accélérer la normalisation de la politique monétaire, avec une anticipation d'accélération du rythme de réduction de la détention de titres au bilan de la Fed relativement aux cycles précédents, et donc potentiellement de durcissement plus rapide des conditions financières sur l'année 2022.

En Zone Euro, la publication par Eurostat de l'estimation préliminaire de l'inflation observée sur le mois de décembre a confirmé les premiers éléments relevés sur les données des pays membres déjà publiés dans les jours qui ont précédé. **La croissance des prix reste forte avec une inflation à 5%, son plus haut niveau historique, alimentée par la hausse des prix de l'alimentation et de l'énergie**, contribuant à hauteur de 3,2 points à ce chiffre. Au sein de la zone, on note que les taux d'inflation affichent une forte hétérogénéité, avec une poussée inflationniste plus marquée en Allemagne et en Espagne, respectivement à 5,7% et 6,7%, alors qu'elle est en relatif plus modérée en Italie et en France (4,2% et 3,4%). **Cette forte dynamique des prix continue d'alimenter les interrogations sur la posture de la Banque Centrale Européenne**, qui contrairement à la Réserve Fédérale Américaine, souhaite temporiser et ne pas durcir trop rapidement sa politique monétaire. La question de la posture de la BCE restera très probablement le grand sujet de l'année tant le dilemme des autorités monétaires européennes entre lutte contre une inflation déviant durablement de sa cible et risque d'un durcissement trop rapide de la politique monétaire sur la stabilité financière se posera sur les prochains mois.

Frédéric Kleiss

Responsable des Recherches



## Le tableau Macro de la semaine

Tableau : Suivi de la resorption du marché du travail américain post crise de 2020

	sept-21	oct-21	nov-21	déc-21	Solde net*	Ecart par rapport au niveau d'avant crise	Variation depuis mai 2020 (Milliers)	Destructions de mars avril 2020 (Milliers)
<b>Emploi total (en milliers)</b>	<b>379</b>	<b>648</b>	<b>249</b>	<b>199</b>	<b>-3 572</b>	<b>-2,3%</b>	<b>18 790</b>	<b>22 362</b>
<b>Secteur Privé</b>	<b>424</b>	<b>714</b>	<b>270</b>	<b>211</b>	<b>-2 645</b>	<b>-2,0%</b>	<b>18 708</b>	<b>21 353</b>
<b>Secteurs à faible rémunération</b>	<b>265</b>	<b>493</b>	<b>113</b>	<b>96</b>	<b>-2427</b>	<b>-3,1%</b>	<b>14 746</b>	<b>17 173</b>
Tourisme et loisirs (13%*)	108	211	41	53	-1222	-7,2%	7 002	8 224
Commerce de détail (12%)	39	51	-13	-2	-158	-1,0%	2 217	2 375
Autres services (4%)	-4	40	13	13	-130	-2,2%	1 280	1 410
Services administratifs, entretien (7%)	43	63	16	4	-374	-4,0%	1 373	1 747
Santé, Assistance sociale (16%)	37	52	8	6	-625	-3,0%	1 693	2 318
Education (2%)	-21	20	6	3	-137	-3,6%	389	525
Transport, logistique (4%)	63	57	42	19	218	3,7%	793	575
<b>Secteurs à forte rémunération</b>	<b>121</b>	<b>181</b>	<b>122</b>	<b>88</b>	<b>-86</b>	<b>-0,2%</b>	<b>2 894</b>	<b>2 981</b>
Ressources naturelles, mines (1%)	0	4	2	6	-33	-4,8%	35	68
Construction (6%)	35	44	35	22	-88	-1,2%	1 025	1 113
Manufacturier (10%)	-8	11	0	0	-88	-0,7%	98	186
Commerce de gros (5%)	10	14	11	14	-129	-2,2%	280	409
Finance (7%)	12	28	17	8	44	0,5%	323	279
Services techniques et spécialisés (7%*)	66	61	51	37	412	4,2%	957	545
Services aux collectivités (1%)	0	0	0	0	-11	-2,0%	(7)	4
Information (2%)	4	12	1	0	-119	-4,1%	162	281
Management (2%)	2	7	5	1	-74	-3,0%	22	96
<b>Secteur Public</b>	<b>-45</b>	<b>-66</b>	<b>-21</b>	<b>-12</b>	<b>-927</b>	<b>-4,1%</b>	<b>82</b>	<b>1 009</b>

Source : BLS, NFP ; \* Solde net depuis mars 2020.

« Aux Etats-Unis, le rapport d'emploi du mois de décembre illustre une poursuite de l'amélioration tendancielle du marché du travail »

\* Poids dans l'emploi privé en 2020

Ligne rouge : moyenne des salaires en 2019 (S9 2025)

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

«Le marché du travail s'approche du plein emploi »

**Le rapport d'emploi de décembre fait part de créations de postes en ralentissement sur la fin d'année**, avec 199 000 emplois supplémentaires sur le mois. La faiblesse des embauches se concentre dans le commerce de détail et l'emploi public, tandis que le manufacturier, la construction et les loisirs et restauration affichent de solides gains. **Ce chiffre inférieur aux attentes doit toutefois être relativisé par la forte révision haussière pour les 2 mois précédents (+141 000) et par des éléments nettement plus favorables dans les autres parties du rapport.** En effet le taux de chômage enregistre un recul significatif et atteint 3,9% de la population active, contre 4,2% en novembre, accompagné d'un taux de participation stable sur le mois, mais en progression sur la période récente (61,9%). Par ailleurs, le salaire horaire moyen affiche un gain de 0,6% sur le mois, après +0,4% en novembre. Ces dynamiques suggèrent

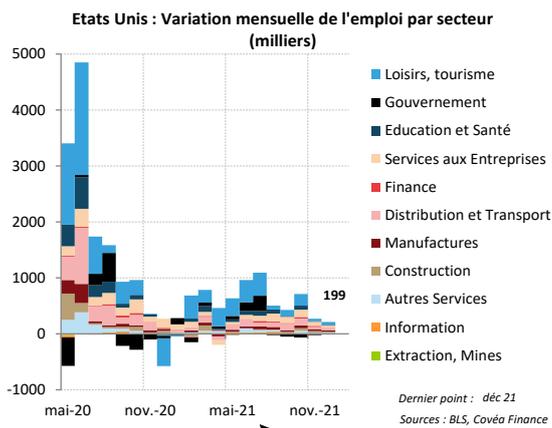
que le marché du travail reste tendu et s'approche du plein emploi. La vague épidémique liée au variant omicron pourrait toutefois venir affaiblir l'emploi dès janvier dans les secteurs exposés aux contraintes sanitaires (restauration, loisirs).

**L'indicateur d'enquête ISM manufacturier a fléchi en décembre, mais reste sur un niveau décrivant une activité robuste.** L'indice passe de 61,1 à 58,7 points, ce qui reflète une modération des composantes nouvelles commandes et production, mais surtout un reflux marqué de la composante délai de livraison qui s'établit à 64,9 points (point haut en mai 2021 à 78,8). Ce recul confirme un début d'amélioration des difficultés d'approvisionnement sur la fin d'année 2021, avant l'émergence de la vague Omicron. De même, la composante stocks se maintient au-delà du seuil de 50 (54,7), signe de la poursuite du mouvement de restockage en cours. Enfin, la sous-composante emploi progresse de nouveau et est au plus haut depuis mai 2021. Dans les services, l'indicateur ISM enregistre un mouvement de modération similaire en décembre. L'indice s'établit à 62 points après avoir atteint un plus haut historique à 69,1 le mois précédent. Les composantes nouvelles commandes, activité et emploi reculent, tout comme les délais de livraison.

**Sur le plan monétaire, les minutes de la réunion de la Réserve fédérale du 15 décembre dernier ont confirmé la volonté des membres du comité d'accélérer la normalisation de la politique monétaire.** Au-delà de la décision de réduire plus rapidement le programme d'achat d'actifs, dont la fin devrait désormais intervenir en mars 2022, les discussions ont également porté sur la réduction à venir du bilan. **De nombreux participants ont estimé que le rythme approprié de réduction de la détention de titres au bilan serait probablement plus rapide que lors du cycle précédent.** Pour rappel, l'arrêt des réinvestissements des titres arrivant à maturité avait débuté en octobre 2017, soit près de 2 ans après la première hausse de taux du cycle précédent qui était intervenue en décembre 2015. Certains participants ont déclaré qu'il pourrait être approprié de commencer à réduire cette détention de titres "relativement peu de temps après avoir commencé à augmenter le taux directeur", ouvrant la possibilité d'une baisse du bilan dès 2022. La première hausse de taux pourrait en effet intervenir dès le mois de mars, avec la fin du programme d'achat.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
ISM Manuf.	Indice	déc.-21	58,7	61,1	51,2	52,5
ISM Services	Indice	déc.-21	62,0	69,1	55,5	54,3
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	déc.-21	68,2	82,4	49,1	54,0
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	déc.-21	60,4	61,5	51,2	54,0
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	déc.-21	64,9	72,2	52,9	61,6
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	nov.-21	15,5	15,5	-0,3	-10,4
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	nov.-21	3,4	2,7	5,8	0,7
Taux de chômage	% de la pop. active	déc.-21	3,9	4,2	3,7	8,1
Créations nettes d'emplois	Milliers	déc.-21	199	249	168	-785
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	déc.-21	4,7	5,1	3,3	4,8
Importations	Val, NCVS, GA%	nov.-21	22,0	14,4	-1,7	-6,3
Exportations	Val, NCVS, GA%	nov.-21	23,5	24,3	-1,4	-13,3

\*Du 03/01/2022 au 09/01/2022

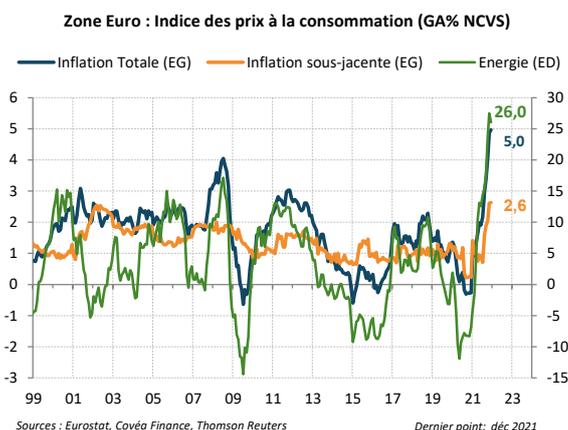
Sources : Refinitiv, Covéa Finance

# Suivi Macroéconomique

## Europe

« L'inflation accélère quelque peu en décembre et touche un nouveau point haut »

La semaine a été marquée par la publication de l'estimation préliminaire de l'inflation pour le mois de décembre. L'inflation accélère très légèrement en cette fin d'année pour atteindre 5,0% (contre 4,9% en novembre), soit son niveau le plus élevé depuis la création de l'euro. L'accélération relativement au mois précédent s'explique surtout par une augmentation des prix de l'alimentation, qui contribuent à hauteur de 0,70 point de pourcentage à la croissance annuelle des prix. En revanche, et de manière plutôt surprenante, la contribution des prix de l'énergie, bien qu'elle demeure élevée (environ 2,5 points de pourcentage), recule par rapport au mois précédent. Enfin, l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) reste stable sur un niveau élevé avec une croissance annuelle de 2,6%. Par pays, l'inflation a décéléré en Allemagne (5,7%), est restée stable en France (3,4%) et a accéléré en Italie (4,2%) et en Espagne (6,7%). La forte hausse des prix espagnols reste essentiellement attribuable à la hausse des tarifs de l'électricité. Au cours des mois à venir, une partie des effets haussiers affectant l'inflation devraient s'estomper, notamment les effets de base liés à la baisse temporaire de la TVA allemande au deuxième semestre 2020. Par ailleurs, la contribution haussière des prix de l'énergie devrait se réduire progressivement au cours de l'année. Néanmoins, d'autres éléments, tels que les prix de l'alimentation, pourraient venir se renforcer et maintenir l'inflation sur des niveaux supérieurs à la moyenne des dernières années.



**L'estimation finale de l'indice PMI Manufacturier pour la Zone euro en décembre rapporte une diminution des tensions affectant les chaînes d'approvisionnement. Ces dernières demeurent toutefois importantes.** L'enquête PMI rapporte ainsi une moindre progression des délais de livraison qui semble avoir permis aux entreprises d'accumuler d'importants stocks sur le mois (plus forte progression de la composante « stock d'intrants » depuis le début de l'enquête). Les tensions inflationnistes restent très importantes, mais ont diminué relativement au mois précédent. Enfin, la composante production reste sur un niveau faible, n'indiquant qu'une modeste progression. **Du côté des services, l'indice PMI sur l'activité des services hors distribution se replie en décembre et passe de 55,9 points à 53,3, un recul qui traduit en partie la détérioration récente des conditions sanitaires.**

**Les données de production industrielle de novembre se sont révélées décevantes après le rebond enregistré le mois précédent.** En novembre, la production manufacturière allemande est quasi stable (+0,1% par rapport à octobre), et ce malgré une progression marquée des nouvelles commandes et des ventes à l'industrie manufacturière sur la même période. Le décalage entre les nouvelles commandes, supérieures de 9% à leur niveau d'avant-crise, et la production industrielle, inférieure de 5%, persiste donc. La production du secteur automobile, après une forte progression en octobre, affiche un gain solide en novembre (+4,1%), mais demeure inférieure de près de 25% au T4 2019. En France, la production manufacturière se replie de 0,6% en novembre relativement au mois précédent. La catégorie « Autres équipements de transport » (qui comprend notamment l'aéronautique) enregistre un recul marqué (-13%) tandis que la production d'automobile s'inscrit en forte augmentation (+10%). Tout comme en Allemagne, l'industrie manufacturière française n'a toujours pas retrouvé son niveau d'avant-crise.

**Les flux commerciaux de biens poursuivent leur progression en novembre.** En Allemagne, les exportations progressent de 1,7% relativement au mois précédent tandis que les importations enregistrent une hausse de 3,3% sur la même période. L'excédent commercial allemand poursuit ainsi son recul et atteint, sur le mois, 11 Mds€. Une partie de cette baisse apparaît attribuable à la hausse des prix des matières premières visible à travers la détérioration des termes de l'échange (rapport entre les prix des exportations et les prix des importations) au cours des trois derniers mois. En France, le déficit s'accroît sous l'effet d'une augmentation des importations (+5,3%) plus importante que celle des exportations (+1,7%). Au-delà de la hausse des prix des matières premières, cette dégradation reflète aussi la baisse du solde commercial hors énergie, en raison notamment d'une hausse des importations de biens d'investissement et de consommation.

**Enfin, les ventes au détail enregistrent un second mois consécutif de progression en novembre (+1,0% relativement au mois précédent) sous l'effet notamment d'une forte hausse des ventes au détail en Espagne.** Les ventes au détail se situent ainsi à un niveau supérieur de 6,6% par rapport au T4 2019. La consommation de biens est donc restée dynamique malgré l'accélération de l'inflation. En décembre, le recul de la confiance des ménages (mesurée par l'indice de sentiment économique de la Commission) et la détérioration des conditions sanitaires pourraient toutefois pénaliser la consommation.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020	
ZE	PMI Services	Indice	déc.-21	53,1	55,9	52,7	42,5
	PMI Manuf.	Indice	déc.-21	58,0	58,4	47,4	48,6
	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	nov.-21	8,0	1,4	2,4	-1,0
	Inflation	IPCH, NCVS, GA%	déc.-21	5,0	4,9	1,2	0,3
	Inflation sous-jacente	IPCH, NCVS, GA%	déc.-21	2,6	2,6	1,1	0,7
AL	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	nov.-21	-2,9	-2,0	3,3	4,1
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-21	-2,3	-0,9	-3,2	-8,2
FR	Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	nov.-21	14,8	-5,6	0,4	-3,9
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-21	-0,5	-0,6	0,5	-10,7
RU	PMI Services	Indice	déc.-21	53,6	58,5	50,2	45,9
	PMI Manuf.	Indice	déc.-21	57,9	58,1	50,0	50,2
	Prêts aux Entreprises	Vol, NCVS, GA%	nov.-21	4,2	5,5	7,3	2,3

\*Du 03/01/2022 au 09/01/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe

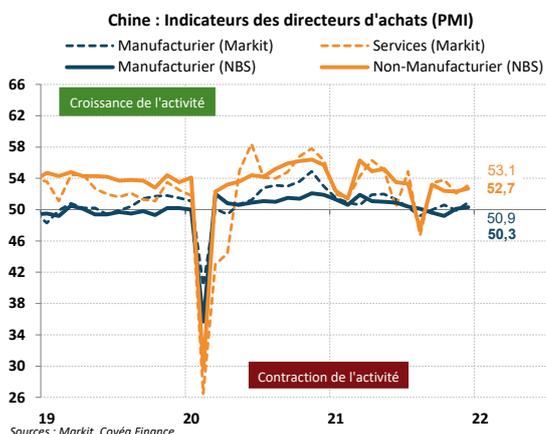


# Suivi Macroéconomique

## Asie

« Au Japon, le redressement de l'activité ne permet pas encore de sortir de l'inertie salariale »

**Les PMI de Caixin rapportent une amélioration de l'activité chinoise en demi-teinte en décembre.** Concernant le secteur manufacturier, l'indice PMI repasse en zone d'expansion à 50,9 points après 49,9 en novembre. Cette amélioration reflète principalement une expansion plus rapide de l'indice de production qui atteint son plus haut en 12 mois. Aussi, la demande intérieure se redresse après le léger recul de novembre alors que les commandes à l'exportation poursuivent leur déclin, reflétant notamment la dégradation sanitaire internationale et les perturbations associées. Du côté des prix dans ce secteur, l'enquête rapporte que l'évolution des prix des intrants a continué de se modérer en décembre à son rythme le plus faible en 19 mois, illustrant toujours les effets des mesures gouvernementales visant à stabiliser les prix. Cette modération a probablement incité les entreprises à augmenter leurs achats et donc à alimenter cette demande domestique supplémentaire. Malgré ce ralentissement, l'enquête PMI de Caixin rapporte toujours une évolution positive des prix des intrants là où l'enquête PMI du NBS observe un déclin. Cette distinction peut refléter des pressions liées aux coûts qui seraient plus importantes pour les petites entreprises, relativement plus représentées dans l'enquête de Caixin, que pour les grosses entreprises, relativement plus représentées dans l'enquête du NBS.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020	
JP	PMI Services	Indice	déc.-21	52,1	53,0	51,6	42,1
	PMI Manuf.	Indice	déc.-21	54,3	54,5	49,3	45,8

\* Du 03/01/2022 au 09/01/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Concernant les services, les PMI de Caixin décrivent également une expansion plus marquée avec un indice à 53,1 en décembre contre 52,1 un mois auparavant. Néanmoins, ce résultat est à prendre avec prudence dans la mesure où l'enquête n'a été réalisée que jusqu'au 15 décembre et qu'elle ne prend donc pas en considération les confinements strictes imposés à Xian (13 millions d'habitants) et Yuzhou (1 million d'habitants). La politique sanitaire rigoureuse du gouvernement chinois ne devrait pas s'assouplir avant le nouvel an lunaire et les Jeux olympiques de Pékin en février et devrait donc continuer de menacer la reprise des services.

**L'atonie des salaires se poursuit au Japon.** Selon l'enquête mensuelle du gouvernement, les salaires totaux ont en effet stagné en novembre en glissement annuel et ce malgré la bonne reprise de l'activité suite à la fin de l'état d'urgence sanitaire. Si les salaires de référence et le paiement des heures supplémentaires ont augmenté en novembre, respectivement de 0,3% et de 2,7%, les paiements « spéciaux » (qui incluent les primes et le remboursement de frais tel que le transport) ont fortement diminué de 7,9%, entraînant une baisse des salaires totaux. En outre, les salaires réels enregistrent une nouvelle baisse en novembre (-1,6% après -0,7% en octobre), en lien avec la reprise progressive de l'inflation qui est surtout visible au niveau des prix de l'énergie et des denrées alimentaires.

**Sur le plan géopolitique, le Japon et l'Australie signent un accord de défense.** Ce traité, en négociation depuis plusieurs années, vise le renforcement de la coopération militaire entre les deux pays, tous deux exposés à l'affirmation croissante de la Chine dans la région indo-pacifique. L'accord établit notamment un cadre juridique visant à simplifier les procédures administratives pour l'entrée des troupes dans le pays de l'autre partie. Il vise ainsi à promouvoir les exercices militaires conjoints et les opérations de secours en cas de catastrophe. Dans une déclaration commune publiée à l'issue du sommet virtuel tenu à l'occasion de la signature du traité, les Premiers ministres des deux pays ont fait part de leurs préoccupations concernant la situation en mer de Chine, réaffirmant ainsi leurs objections aux revendications et activités maritimes illégales de la Chine.

**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.