

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

21 mars 2022

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

## Les dominos du diable\*

Si les nombreux commentaires sur la très forte hausse des matières premières sont légitimes au regard de la révélation pour certains de la dépendance des économies européennes aux productions et exportations russes, peu d'informations précises sont partagées sur les dysfonctionnements manifestes des marchés de certaines matières premières, énergies et métaux critiques.

On se souviendra de l'absence de communication en octobre dernier sur les pertes enregistrées (400M€) par la salle de trading d'EDF sur le marché de l'électricité. La hausse des prix, déjà, aurait incité à surcouvrir une production inexistante et conduit à racheter une « protection » plus chère que celle vendue... L'alerte a été donnée la semaine dernière sur le marché du nickel. Son prix a en effet enregistré une progression aberrante eu égard à la réalité de son utilisation physique y compris dans le contexte de paralysie de l'acheminement des minerais russes (16% de la production mondiale). Une aberration qui rappelle celle du prix négatif du pétrole en avril 2020 avec le même point commun : une financiarisation des infrastructures de marché où se révèlent parfois des incompatibilités entre les utilisations des producteurs de matières premières et celles des investisseurs sur des contrats à terme d'échéances courtes peu adaptés aux capacités de stockage ou d'extraction des sous-jacents. Or, il semble que la dislocation du prix de la tonne de nickel, la fermeture du compartiment du London Metal Exchange (LME) pour une semaine et l'annulation pure et simple des opérations du 8 mars (le contrat a touché les 100 000\$ vs 30 000\$ l'avant-veille) soient le résultat de paris malheureux à la baisse de la part du groupe chinois Tsingshan, premier producteur mondial d'acier inoxydable. A ceux qui s'étonneraient de la fermeture d'un marché organisé suite aux pertes sur des ventes à découvert d'un client qui a du mal à honorer ses appels de marge, on rappellera que le LME a été racheté en 2012 par le Hong Kong Stock Exchange. Et ce cas pourrait ne pas être isolé. Il semble que plusieurs négociants, industriels et énergéticiens aient de sérieux problèmes de trésorerie pour faire face à leurs appels de marge. Des négociations s'organisent avec les établissements financiers mais les banques ne pourront pas tout résoudre et pour tous...si le seuil de solvabilité de leurs clients est déjà dépassé. Les banques centrales ont d'ailleurs déjà été sollicitées par les organisations professionnelles des intermédiaires en manque de trésorerie.

Les péripéties du LME qui n'arrive pas à rouvrir normalement les séances de cotation du nickel doivent nous alerter à la fois sur la surveillance des chambres de compensation et les risques qui résident encore sur la finance non régulée. Bien que l'activité de services auprès de fonds spéculatifs (financement de l'effet de levier, prêts de titres) ait été une ligne de métier sur lesquelles les banques se sont battues sur fonds de taux d'intérêt négatifs pour consolider leurs positions, ces épisodes rappellent la faillite en 2006 d'Amaranth, fonds d'arbitrages sur le gaz naturel qui perdit 6Mds\$. Les variations extrêmes des cours de ces marchés dérivés sont peut être la traduction du déboucement de situations financières désastreuses de certains qui ont trop spéculé. Plus grave, elles pourraient traduire aussi une incapacité d'acteurs « sérieux » à faire face aux besoins en liquidités de leurs stratégies de « couverture » et dont les conséquences pourraient s'enchaîner comme un jeu de dominos sur l'ensemble des marchés financiers.

\* Métal du diable : nom donné au nickel. Allié au fer, il permet de produire des aciers inoxydables.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



## Sommaire

### Analyse de l'évolution des marchés p2

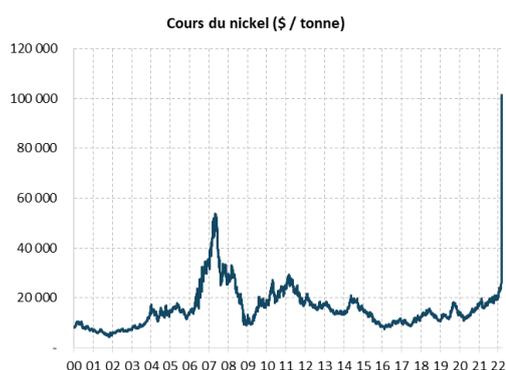
Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

### Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis  
Europe  
Asie

## Focus de la semaine

« comme un jeu de dominos sur l'ensemble des marchés financiers »



Nos clés de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	18/03/22	17/03/22	T-12 mois	17/03/22	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,105	1,109	1,192	-0,4	-7,3
€ / £	0,839	0,844	0,856	-0,6	-2,0
€ / Yen	131,73	131,54	129,75	0,1	1,5
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	108	107	63	1,2	70,6
Indice CRB*	626	626	499	-0,1	25,4
Prix de l'once d'Or	1 929	1 943	1 733	-0,7	11,4
Prix de la tonne de cuivre	10 331	10 243	9 056	0,9	14,1
Indice Baltic Dry**	2 605	2 588	2 215	0,7	17,6
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	4 540	4 540	2 869	0,0	58,3

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 :

Les taux souverains ont continué leur progression cette semaine, en raison notamment du repli de l'aversion au risque occasionné par un espoir de solution diplomatique au conflit ukrainien. Le taux à 10 ans français a atteint les 0.86%, au plus haut depuis 2018. Aux Etats-Unis, le mouvement a été encore plus marqué avec un taux à 10 ans qui a atteint 2.23% suite à la réunion de la Réserve fédérale américaine mercredi. Le marché s'attend maintenant à 7 hausses de taux cette année. La courbe 2/10 ans s'est, de ce fait, fortement aplatie à 21pbs, avec un écartement plus important sur le 2 ans. Dans ce contexte, l'écart entre l'Italie et l'Allemagne 10 ans s'est resserré de 7pbs à 1.52% et les primes de risque sur le crédit ont diminué que ce soit sur la catégorie investissement ou sur le haut rendement dont l'indice synthétique iTraxx cross-over termine à 339pbs en baisse de plus de 45pbs. Le marché primaire est néanmoins resté faible, avec seulement 3.5Mds€ d'émissions d'entreprises dont aucun émetteur à haut rendement et une prime d'émission assez importante à 16pbs en moyenne, malgré une demande assez forte.

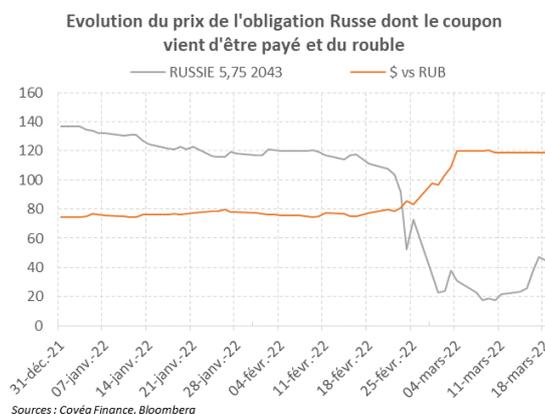
### Le Focus de la semaine : La Russie a finalement payé ses coupons en dollar

Après les inquiétudes concernant la possibilité ou non pour la Russie d'avoir accès à ses dollars et de pouvoir les livrer, les coupons sont finalement arrivés sur les comptes des investisseurs avec seulement 3 jours de retard et le défaut a été évité.

La dette publique de la Russie s'élève à 23 783MdsRUB (environ 329Mds\$ au 3<sup>ème</sup> trimestre 2021), soit 19% du PIB, ce qui place la Russie parmi les pays les moins endettés du monde émergent et donc bien loin d'une situation habituelle de cessation de paiement. Cette dette est libellée principalement en roubles, seuls 21% des 329mds sont en dollars ou en euros. Par ailleurs, cette dette n'est détenue qu'à 19% par des non-résidents.

Face à cette dette, la Russie dispose de très importantes réserves de change : 630Mds \$ à fin janvier 2022 dont, selon les dernières données de la Banque Centrale, plus de 20% en dollars et presque 30% en euros. Les sanctions imposées par les Etats-Unis, l'Union Européenne et le Royaume-Uni rendent ces réserves en partie inutilisables. En janvier 2021, 36% de ces réserves étaient conservées dans les pays qui ont mis des sanctions en place aujourd'hui. Par ailleurs 14% sont en Chine et 23% en Russie (l'or).

Un défaut Russe ne serait donc pour le moment pas justifié au regard des fondamentaux financiers récents de la Russie, mais un défaut organisé pourrait néanmoins advenir. La Russie pourrait décider de ne pas payer et présenter ce défaut comme une sanction pour les investisseurs étrangers. A l'inverse, les sanctions internationales pourraient se durcir et déclencher un défaut technique. Les prochaines échéances seront à suivre attentivement. En attendant, les obligations russes ne s'échangent plus, et les « prix » varient en fonction des anticipations de paiement ou non des prochaines échéances et de la devise potentielle de paiement. L'obligation la plus courte en \$, échéance 4 avril 2022 (dans deux semaines), se situe entre 50 (prix écran de banques occidentales) et 96 (prix écran de banques russes)...



Marie Edmée de Monts

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)						
	18/03/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	14/03/22	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y						
<b>Taux directeurs</b>																	
Réserve Fédérale Américaine	0,50	0,25	0,50	0,25	0,25	0,25	↑	0,25	↑	0,25	↑						
BCE - Taux Repo	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	→						
Banque d'Angleterre	0,75	0,50	0,75	0,25	0,10	0,25	↑	0,00	→	0,50	↑	0,65					
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	→	0,00	→	0,00	→						
<b>Taux 10 ans</b>																	
Etats-Unis	2,15	1,99	2,17	1,51	1,71	16	↑	-2	↓	64	↑	44	↑	21	↓	27	↓
Allemagne	0,37	0,25	0,39	-0,18	-0,26	12	↑	-1	↓	55	↑	64	↑	72	↑	18	↑
France	0,83	0,72	0,84	0,20	-0,02	11	↑	-1	↓	63	↑	85	↑	112	↑	50	↑
Italie	1,89	1,85	1,90	1,17	0,69	4	↑	-1	↓	72	↑	120	↑	181	↑	58	↑
Royaume-Uni	1,50	1,49	1,57	0,97	0,88	1	↑	-7	↓	53	↑	62	↑	30	↑	24	↑
Japon	0,21	0,19	0,21	0,07	0,11	2	↑	0	→	14	↑	10	↑	23	↑	69	↓
<b>Crédit</b>																	
Indice Itraxx Main	70,4	80,7	70,2	47,8	47,3	-10,3	↓	0,2	↑	22,7	↑	23,2	↑				
Indice Itraxx Crossover	339,5	386,3	334,3	241,7	242,4	-46,8	↓	5,2	↑	97,8	↑	97,1	↑				

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

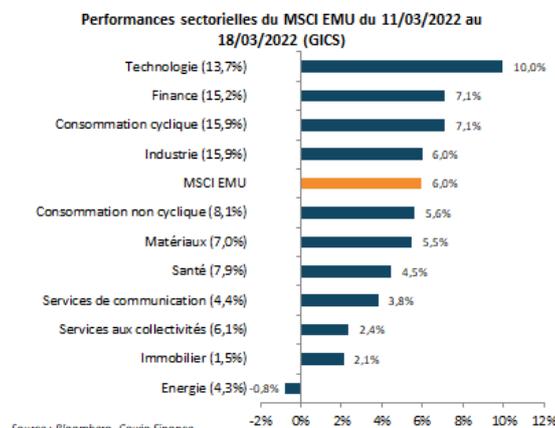
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) affichent une forte progression (+6.0%) malgré l'enregistrement de flux négatifs sur les OPC, sur fond de maintien d'un dialogue dans le conflit Russo-Ukrainien. On note également la résurgence des mesures de confinement à Shenzhen en Chine, ainsi que le premier relèvement de taux de la Réserve Fédérale américaine depuis 2018. Au niveau sectoriel, nous constatons une progression à deux chiffres du secteur de la technologie (+10%), dans le sillage des annonces de soutien du gouvernement chinois aux entreprises. Rebond à nuancer puisque le secteur reste malgré tout en fort recul depuis le début de l'année à -14.9%. La hausse des rendements obligataires profite au secteur de la finance qui s'adjuge 7.1% au cours de la semaine. A l'inverse, le secteur de l'énergie subit des prises de bénéfices (-0.8%), dans le sillage d'une détente des prix du baril de pétrole (-5% sur la semaine), mais reste néanmoins l'unique secteur en performance absolue positive (+1.8%) depuis le début de l'année.

Au niveau des sociétés, Uniper (+23.2%) bénéficie d'une baisse de la perception du risque Russo-Ukrainien sur son activité de centrale énergétique (pour rappel plus de la moitié de son approvisionnement en gaz vient de Russie). On note également la bonne tenue de la sphère liée aux semi-conducteurs surtout grâce à ASMi (+18.3%) qui annonce d'une part une acquisition, et d'autre part devrait profiter de l'implantation de la nouvelle usine d'Intel en Europe. Enfin, depuis le début de l'année, le retour de la thématique liée à la défense via Thales (+50.1%) ou Dassault Aviation (+35.8%) continue de très fortement surperformer les marchés. L'indice MSCI Europe maintient son avance en relatif sur l'indice MSCI Zone euro.



### Le Focus de la semaine : capacité d'adaptation des distributeurs traditionnels ; une opportunité à saisir

Le secteur de la distribution physique qu'il soit alimentaire ou non alimentaire rentre dans une phase progressive de digitalisation de ses points de vente. En effet, cette industrie est contrainte de s'adapter à un nouvel environnement concurrentiel avec l'émergence du commerce en ligne, mais également à des modes de consommation qui évoluent rapidement. Dans ce contexte, l'innovation reste l'une des pierres angulaires de cette phase d'adaptation des magasins physiques. L'illustration la plus marquante concerne les étiquettes de prix en papier, qui pourraient à terme devenir obsolètes. C'est en tout cas le pari fait par le plus grand distributeur mondial, l'américain Walmart US qui a récemment annoncé un partenariat stratégique avec l'acteur français SES ImagoTag afin de convertir son parc de plus de 500 millions d'étiquettes papiers en format électronique.

L'avantage de ces nouvelles solutions est multiple. Tout d'abord, cela permet de faire converger automatiquement et instantanément les offres de prix entre les différents canaux de vente, améliorant ainsi la réactivité du distributeur dans un contexte où les changements de prix sont bien plus fréquents. L'environnement inflationniste que nous connaissons favorise d'autant plus la migration vers ce type de solution.

Par ailleurs, les avantages opérationnels sont réels dans le domaine de la gestion des stocks si ces étiquettes sont associées avec des caméras et une base d'intelligence artificielle. Cet écosystème permet de gérer et d'anticiper en temps réels les ruptures en rayons, donnant lieu à une optimisation des revenus. Ces solutions dédiées répondent donc à des tendances structurelles d'automatisation des magasins, et rendent les retours sur investissement attractifs pour les distributeurs physiques.

Ces transformations s'associent pleinement à nos thèmes porteurs d'avenir, en lien avec les nouveaux enjeux de consommation que nous décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières. La tendance que nous décrivons ici pourrait être forte puisque les taux de pénétration des étiquettes électroniques sont encore très faibles, notamment outre atlantique (<2%).

Antoine Poirier

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	18/03/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	139,5	131,7	138,8	154,1	138,2	6,0	↑	0,5	↑	-9,4	↓	1,0	↑
MSCI EMU Mid Cap	993	938	985	1 094	995	5,9	↑	0,9	↑	-9,2	↓	-0,1	↓
MSCI EMU Small Cap	443,0	418,5	443,3	487,4	464,2	5,9	↑	-0,1	↓	-9,1	↓	-4,6	↓
MSCI Europe	151,8	144,1	150,4	161,7	141,5	5,3	↑	0,9	↑	-6,1	↓	7,3	↑
France CAC40	6 620	6 260	6 613	7 153	6 063	5,8	↑	0,1	↑	-7,4	↓	9,2	↑
Allemagne DAX30	6 069	5 738	6 058	6 696	6 373	5,76	↑	0,2	↑	-9,4	↓	-4,8	↓
Italie MIB	24 222	23 041	24 124	27 445	24 360	5,1	↑	0,4	↑	-11,7	↓	-0,6	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 405	7 156	7 385	7 385	6 780	3,5	↑	0,3	↑	0,3	↑	9,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 830	8 549	8 756	8 777	7 924	3,3	↑	0,8	↑	0,6	↑	11,4	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

**En Asie**, les principaux marchés terminent en progression en devise locale. Le Japon bénéficie du fléchissement du Yen, de la détente des prix du pétrole et de l'amélioration de la situation sanitaire. La Chine et Hong Kong profitent des annonces du gouvernement chinois de détendre les conditions de double cotation aux Etats-Unis et en Chine, permettant aux valeurs concernées de rebondir (Meituan, Didi...). Le marché a également profité de déclarations de soutien à l'économie dans une volonté de stabiliser les marchés. Alors que nous évoquions les difficultés de la filière automobile la semaine dernière, Toyota a annoncé son intention de réduire sa production de 20% en avril, de 10% en mai et de 5% en Juin, avec pour cible de produire 8,5 à 9 millions de véhicules sur l'année fiscale en cours. De son côté, Tesla a déclaré être confronté à une importante inflation (matières premières et logistique) le contraignant à relever à nouveau ses prix en Chine et aux Etats-Unis et doit interrompre l'activité dans son usine de Shanghai pour cause de confinement.

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 opère un rebond spectaculaire, progressant de plus de 6% sur la semaine. Si la situation géopolitique reste très tendue, les investisseurs semblent s'accommoder de l'avancée de pourparlers en Ukraine et prennent acte de la décision de la FED de maintenir sa trajectoire rapide de remontée des taux malgré la dégradation des perspectives de croissance. Dans ce contexte, les valeurs technologiques (Nvidia, Paypal), de consommation en ligne (Amazon) et de transports (United Airlines) ont fortement rebondi. Les financières réagissent également bien à la remontée des taux longs. Du côté des entreprises, Amazon a finalement obtenu une autorisation sans condition de la Commission Européenne pour son projet d'acquisition des studios de production MGM ce qui lui permettra d'enrichir sa plateforme Prime Vidéo avec davantage de contenu exclusif. Enfin, on retiendra la bonne publication de résultats d'Accenture qui illustre l'urgence des grandes entreprises pour accélérer leur transformation numérique. Le groupe qui avait déjà revu à la hausse ses objectifs annuels table désormais sur une croissance de ses ventes supérieure à 20%. Toutefois, en dépit d'une capacité avérée à faire passer les hausses de coûts de recrutements à ses clients, les marges ne profitent pas pleinement de la croissance des revenus et la direction a prévenu que le contexte macro-économique et géopolitique très incertain était susceptible d'impliquer un affaiblissement de la demande à tout moment.

### Le Focus de la semaine : Intel et l'Allemagne ! Quand technologie et géopolitique ne font qu'un.

C'était presque un secret de polichinelle, Intel a tranché pour l'Allemagne pour l'implantation de sa « giga usine » européenne. La France se voit « attribuer » le développement d'un centre de R&D, créateur de 1000 emplois sur le plateau de Saclay. Cette décision était presque inconcevable il y a encore un an, lorsque Intel songeait à externaliser sa propre production. Son modèle d'intégration verticale était largement dépassé par TSMC avec son architecture ouverte (producteur de puces pour Nvidia, ARM, AMD). Un an plus tard, Intel se retrouve donc investi d'une mission, garantir à l'Amérique (et à ses alliés occidentaux) une souveraineté en matière d'approvisionnements de semi-conducteurs. Les Etats-Unis dominent pourtant cette industrie, notamment la conception et la propriété intellectuelle avec une avance considérable sur la Chine. Mais cette domination se retrouve affaiblie depuis que ses champions ont sous-traité une grande partie de la production à l'Asie où TSMC (Taiwan), Samsung (Corée) et SMIC (Chine) règnent en maîtres. Dans un monde en proie à une remise en cause du multilatéralisme, l'axe occidental ne peut se permettre une aussi forte dépendance à un acteur (TSMC) qui se trouve dans une position géopolitique inconfortable. Pour Intel, après les annonces récentes d'investissements massifs aux Etats Unis (Arizona, Ohio), le choix de l'implantation en Europe restait ouvert et devait se faire sur la qualité des infrastructures, l'accès à l'eau et à l'électricité, la qualité de la formation et les co-financements mis en place. Alors que la dépendance énergétique de l'Allemagne aurait pu faire douter Intel dans son choix, le groupe a confirmé un investissement de 17 milliards, supposé être subventionné à hauteur de 5 milliards par le pays hôte (auxquels s'ajoutent des subventions européennes). Dans la même semaine, et en rebond de son annonce d'augmenter son budget militaire, nous apprenions que l'Allemagne envisageait de commander 35 avions de combat américains F35 (plus 15 Eurofighters), handicapant ainsi le projet de futur chasseur européen censé remplacer le rafale à horizon 2040. Simple coïncidence ou réelle causalité ?



**Grégoire Ginoux**

Gérant Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	18/03/22	J-7	14/03/2022	31/12/21	T-12 mois	en devise locale			en €				
						J-7	14/03/2022	31/12/20	sur 12 mois	J-7	14/03/2022	31/12/20	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 463	4 204	4 173	4 766	3 915	6,2	6,9	-6,4	14,0	4,8	5,9	-3,7	22,9
Etats-Unis - Dow Jones	34 755	32 944	32 945	36 338	32 862	5,5	5,5	-4,4	5,8	4,2	4,4	-1,6	14,0
Etats-Unis - Nasdaq	13 894	12 844	12 581	15 645	13 116	8,2	10,4	-11,2	5,9	6,8	9,3	-8,6	14,2
Japon Nikkei 300	403	379	382	420	403	6,3	5,5	-4,0	0,0	3,2	3,5	-4,6	-1,5
Corée du Sud KOSPI	2 707	2 661	2 646	2 993	2 686	1,7	2,3	-9,6	0,8	2,7	3,1	-9,3	1,0
Chine - Shanghai	3 251	3 254	3 310	3 640	3 254	-0,1	-1,8	-10,7	-0,1	-1,1	-2,3	-8,1	10,5
Hong Kong Hang Seng	21 412	20 554	20 554	23 398	29 406	4,2	4,2	-8,5	-27,2	2,9	3,2	-6,2	-22,1
Marchés Emergents - MSCI	1 123	1 086	1 055	1 232	1 347	3,4	6,4	-8,8	-16,7	2,1	5,4	-6,2	-10,1

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Mécanisme d'ajustement carbone aux frontières : le projet avance

Les difficultés énergétiques engendrées par la crise ukrainienne n'ont pas ralenti le projet de taxe carbone aux frontières. Les ministres des finances européens ont scellé un accord préparé par la France dans le cadre de la présidence française du Conseil de l'Union Européenne (UE), qui en avait fait une de ses priorités. Ce texte reprend dans les grandes lignes la proposition initiale de la Commission européenne. Le parlement doit se prononcer d'ici l'été sur le projet, pour espérer un accord final avant la fin de l'année et une entrée en vigueur progressive à partir de 2026.

Ce mécanisme prévoit de taxer les importations de l'UE dans 5 activités industrielles les plus intenses en carbone : acier, aluminium, ciment, engrais, électricité. La taxation dépendra des émissions carbonées de chaque production, en se basant sur le prix européen de la tonne de CO2. Alors que les contraintes environnementales se durcissent pour les entreprises en Europe, et dans un contexte de hausse durable des prix de la tonne carbone, l'objectif est d'éviter les délocalisations vers des pays tiers moins contraignants et de préserver la compétitivité des entreprises européennes. Les entreprises étrangères pourront également être incitées à des pratiques plus durables. A partir de 2023, une période de transition de trois ans serait prévue, durant laquelle les importateurs devront seulement déclarer les émissions importées sans avoir à acheter les quotas de carbone nécessaires.

Il reste cependant certains sujets en suspens. La question des quotas gratuits de carbone, qui divise le Parlement, n'a pas été traitée dans la proposition. Pour permettre la compatibilité du nouveau mécanisme avec les règles du commerce international, la montée en puissance de la taxe carbone ne pourra se faire qu'au rythme de la suppression de ces quotas gratuits. Ce point sera traité dans un autre texte, sur la modernisation du marché carbone, encore en cours d'examen. La Commission évoque une réduction annuelle de 10% en dix ans, de 2026 à 2035, mais certaines voix s'élèvent pour adopter un rythme plus rapide.

L'autre sujet en suspens porte sur l'utilisation des revenus générés par cette taxe. Le mécanisme ne devrait rapporter qu'un milliard d'euros par an au budget de l'UE, dont il constituera une nouvelle ressource propre, qui pourrait participer au remboursement du plan de relance européen. Mais la vraie bataille portera sur les revenus liés à la fin des quotas gratuits : les Etats aspirent à les toucher directement et intégralement, mais la Commission propose d'en attribuer 25% au budget européen.

Les industriels se préparent par ailleurs à la transition énergétique. ArcelorMittal a par exemple annoncé investir dans la production d'aciers électriques en France, pour un montant de plus de 300 millions d'euros. Cette nouvelle unité, prévue dans le département du Nord, complètera l'usine en Lozère et sera destinée aux moteurs de véhicules électriques. Elle aura une capacité de production de 200 000 tonnes d'acier par an. La production d'acier décarbonée reste encore limitée, mais des investissements importants sont lancés sur les sites de Fos-sur-Mer et Dunkerque, avec l'objectif de réduire de 40% les émissions carbone d'ArcelorMittal France en 2030, soit 10% des émissions industrielles françaises.

Les impacts de la mise en place du Mécanisme d'ajustement carbone aux frontières sur l'inflation et les chaînes d'approvisionnement seront à surveiller, dans un contexte de tensions liées aux risques géopolitiques.

**Hervé Le Guen**

Responsable de l'Analyse



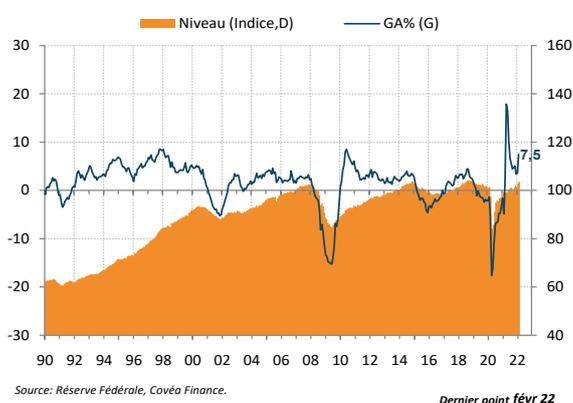
# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Le rebond des taux hypothécaires devrait altérer le dynamisme du secteur immobilier »

Les données économiques publiées cette semaine font part d'une activité restant bien orientée, mais les impacts des pressions inflationnistes et de la remontée des taux commencent à se ressentir. La progression des ventes au détail en valeur s'est limitée à 0,3% en glissement mensuel en février, après un mois de janvier particulièrement solide, par ailleurs révisé en hausse (+4,9% contre 3,8% en première estimation). Les détails du rapport de février invitent toutefois à la prudence quant à la dynamique des dépenses des ménages dans un contexte de forte montée des prix. La progression mensuelle repose en effet largement sur les ventes de carburants qui affichent une hausse de 5,3% sur le mois reflétant l'accélération récente des prix du baril de pétrole. Hors carburants, les ventes se sont contractées de 0,2% sur le mois, avec des faiblesses dans l'ameublement (-1%), l'électronique (-0,6%) et la santé (-1,8%). Du côté positif, les ventes dans la restauration se reprennent (+2,5%), après deux mois de contraction liée à la vague Omicron. En rythme annuel, les ventes au détail en valeur affichent une croissance de plus de 17%. Il faut toutefois relever que ce dynamisme reflète largement un effet prix. Les données en volume, disponibles pour le mois de janvier, sont nettement moins flatteuses avec un rythme de croissance annuel de l'ordre de 2%.

Etats-Unis : Production industrielle (volume, AVS)



Source: Réserve Fédérale, Covéa Finance.

Dernier point févr 22

Dans l'industrie, la production est restée bien orientée en février. Après un mois de janvier marqué par une forte hausse de la demande de chauffage et une accélération de la production électrique, le dynamisme de l'industrie repose en février sur le secteur manufacturier (+1,2% en glissement mensuel, après 0,1% en janvier). Si les secteurs des machines et de l'informatique affichent des gains solides, l'automobile reste à la peine avec un 3<sup>ème</sup> mois consécutif de contraction (-3,5%). L'activité des constructeurs automobile demeure pénalisée par les pénuries de semi-conducteurs et le niveau de production actuel reste inférieur de 10% à celui pré-pandémique malgré une demande très robuste. Par ailleurs, le taux d'utilisation des capacités de production du secteur manufacturier s'inscrit en nette hausse (78%, après 77,1%), signal d'une probable amélioration sur la chaîne d'approvisionnement. L'activité dans le secteur minier affiche une progression marginale (+0,1%), ce qui devrait toutefois évoluer dans les prochains mois au regard de la forte hausse des prix du pétrole enregistrée en mars. En rythme annuel, la production industrielle affiche une croissance en volume de 7,5%.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	févr.-22	7,5	3,6	-7,2	5,4
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	févr.-22	7,7	0,6	6,8	15,9
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	févr.-22	22,3	2,0	7,8	14,9
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	févr.-22	6020	6490	5638	6127
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	févr.-22	17,6	14,0	0,2	19,4

\*Du 14/03/2022 au 20/03/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Les données dans le secteur immobilier font part d'un début d'année mitigé, alors que la récente accélération de la hausse des taux immobiliers assombrit les perspectives pour les prochains trimestres. Les mises en chantier s'inscrivent en progression de 6,8% sur le mois de février, et atteignent un nouveau point haut depuis 2006. Les permis de construire fléchissent eux légèrement, après 4 mois consécutifs de hausse. Dans l'ancien, les ventes de logements enregistrent une chute de 7,2% sur le mois de février et s'établissent à leur plus faible niveau depuis août dernier. Le dynamisme du secteur depuis la mi-2020 a reposé largement sur la faiblesse historique des taux hypothécaires : le taux fixe moyen à 30 ans avait atteint un point bas à 2,65% en janvier 2021, ouvrant l'accès à la propriété à nombre de ménages. Ces conditions très favorables se sont drastiquement resserrées en début d'année, la normalisation de la politique monétaire de la Réserve fédérale, longtemps annoncée et désormais initiée (voir infra), ayant un impact direct sur le niveau des taux immobiliers. Selon Fannie Mae, le taux moyen à 30 ans qui était proche de 3% fin 2021, est repassé en mars au-dessus de 4% (4,16% à la mi-mars), pour la première fois depuis mai 2019. Ce resserrement rapide des conditions de financement laisse augurer une modération de la demande de biens immobiliers en 2022, dans un contexte où les prix ont d'ores et déjà atteint des niveaux records.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



# Suivi Macroéconomique

## Focus Macro : La Réserve fédérale affiche une position résolument plus agressive dans sa lutte contre l'inflation

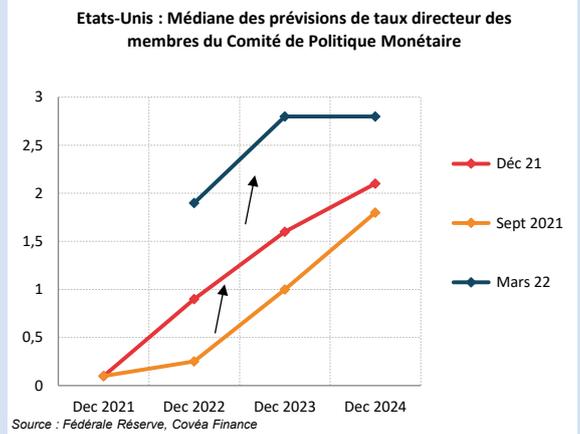
Le comité de politique monétaire (FOMC) a initié comme attendu son cycle de resserrement monétaire par une hausse de 25 points de base (bp) de son taux directeur lors de sa réunion du 16 mars, le portant à [0,25% ; 0,50%]. Au-delà de ce premier mouvement, le rythme de resserrement projeté dans les prochains mois est résolument agressif. Le FOMC envisage en effet d'augmenter son taux directeur à l'occasion de chacune de ses réunions en 2022. Selon la médiane des prévisions des membres du FOMC, 7 hausses de 25 bp pourraient ainsi intervenir en 2022 (contre 3 dans les prévisions de décembre), confirmant la volonté de la Réserve fédérale d'aller vite et fort pour lutter contre l'inflation, dont les risques haussiers se sont encore renforcés avec le conflit russo-ukrainien. La trajectoire désormais envisagée par les membres du comité prévoit 3,5 hausses supplémentaires en 2023, puis un statu quo en 2024. Le taux directeur atteindrait ainsi 2,75% en fin d'année prochaine, un niveau supérieur au taux neutre (estimé par le FOMC à 2,375%). De très accommodant actuellement, la politique monétaire passerait donc à restrictive au cours de l'année prochaine et le resterait jusqu'en 2024.

Les prévisions individuelles des participants (dot plots) illustrent par ailleurs que 7 membres sur 16 prévoient plus de 7 hausses cette année, ce qui suggère qu'une augmentation de 50 bp est envisageable dans les prochains mois, une possibilité que n'a effectivement pas écarté le Président de la Fed Jerome Powell lors de la conférence de presse. Tous les membres votants du FOMC se sont prononcés pour un resserrement de 25 bp lors de la réunion de mars, à l'exception de M. Bullard, Président de la Fed de Saint Louis, qui a voté d'ores et déjà pour une hausse de 50bp. Les déclarations de Jerome Powell lors de la conférence de presse ont confirmé le changement de pied des autorités monétaires. Le président de la Fed a insisté sur la robustesse de l'économie, de l'emploi et sur les risques inflationnistes. Concernant la politique quantitative, il a suggéré que l'annonce de la réduction du bilan pourrait intervenir dès la prochaine réunion du FOMC au mois de mai. M. Powell a également ajouté que les minutes de la réunion, qui seront publiées dans 3 semaines, préciseront les paramètres de cette réduction du bilan, qui devrait reprendre les mêmes principes que la réduction précédente mais être beaucoup plus rapide. Pour rappel, la réduction du bilan initiée fin 2017 fonctionnait avec un système de plafond en-dessous duquel les montants des titres arrivant à échéance étaient réinvestis. Ces plafonds étaient progressivement augmentés, ce qui impliquait un réinvestissement moindre mois après mois et une diminution graduelle du bilan.

Concernant les prévisions économiques, sans surprise le comité envisage une année 2022 caractérisée par moins de croissance et plus d'inflation. La prévision de croissance du PIB à fin 2022 a été nettement abaissée (2,8%, contre 4% dans les prévisions de décembre), probablement en raison de l'échec des Démocrates fin décembre à faire adopter au Congrès un nouveau plan de relance budgétaire. La révision haussière pour l'inflation est très prononcée avec une croissance annuelle des prix des dépenses de consommation à 4,3% en fin d'année, contre 2,6% dans les prévisions précédentes. Cette augmentation ne relève pas seulement de la dynamique récente des prix de l'énergie puisque l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) est également en forte augmentation (4,1% à fin 2022, contre 2,7%). Les membres du comité envisage ensuite une dérive de l'inflation à 2,7% en 2023, puis 2,3% à fin 2024. On peut relever que malgré une inflation qui resterait supérieure à la cible en 2024, la Fed n'envisage pas de hausse de taux cette année-là, ce qui peut renseigner sur son seuil de tolérance par rapport à une inflation supérieure à la cible de 2%. Concernant l'emploi, les prévisions de taux de chômage n'ont quasiment pas été modifiées, les banquiers centraux envisageant toujours un marché du travail tendu sur un horizon 3 ans.

	2022	2023	2024	Long terme
Variation du PIB (volume)	2,8	2,2	2,0	1,8
Prévision de Septembre 2021	4,0	2,2	2,0	1,8
Taux de chômage	3,5	3,5	3,6	4,0
Prévision de Septembre 2021	3,5	3,5	3,5	4,0
Inflation (PCPE)	4,3	2,7	2,3	2,0
Prévision de Septembre 2021	2,6	2,3	2,1	2,0
Inflation hors alim. et énergie (PCE)	4,1	2,6	2,3	
Prévision de Septembre 2021	2,7	2,3	2,1	
Taux Fed Funds	1,9	2,8	2,8	2,4
Prévision de Septembre 2021	0,9	1,6	2,1	2,5

Source : Réserve Fédérale, Covéa Finance. PIB et Inflation : Croissance du T4 N au T4 N+1



Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



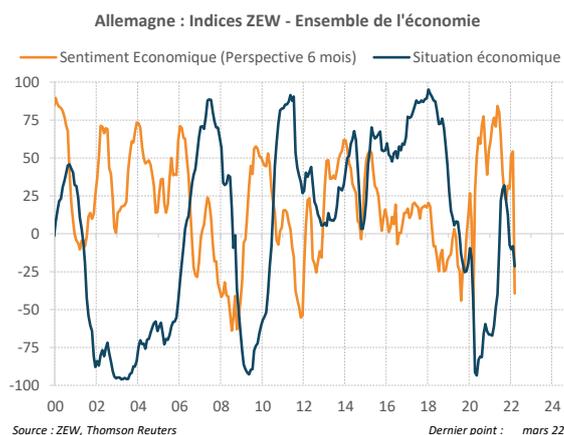
# Suivi Macroéconomique

## Europe

« La Banque d'Angleterre procède à une nouvelle hausse de son taux directeur »

### L'indice de climat des affaires ZEW dégringole au mois de mars, reflétant la hausse des incertitudes liées à la crise ukrainienne.

L'indice sur les perspectives économiques à six mois enregistre sa plus forte chute mensuelle depuis le début de l'enquête et atteint un niveau historiquement bas. L'indice sur la situation économique présente recule également mais dans des proportions moindres. Enfin, les anticipations d'inflation à six mois rebondissent très fortement. Les experts financiers interrogés dans le cadre de l'enquête ZEW considèrent qu'une récession est de plus en probable alors que la situation en Ukraine assombrit considérablement les perspectives de l'économie allemande. Il faut néanmoins noter que le pouvoir prédictif de l'enquête ZEW sur la croissance du PIB est relativement limité, en raison notamment de sa forte volatilité.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	janv.-22	6,8	7,0	8,0	7,7
AL	ZEW Indice	mars-22	-39,3	54,3	40,6	54,9
RU	Taux de chômage % de la pop. active	déc.-21	3,9	4,1	5,1	3,9

\*Du 14/03/2022 au 20/03/2022  
Sources : Refinitiv, Covéa Finance

### La production industrielle manufacturière enregistre un repli mensuel de 0,2% en janvier en Zone euro.

Les performances par pays sont très contrastées. L'Allemagne et la France enregistrent respectivement une hausse de 1,3% et 1,8% par rapport au mois précédent tandis que la production espagnole recule de 1,2% et que l'industrie italienne se replie très nettement, avec une baisse de 3,4%. Au total, la production industrielle manufacturière de la Zone euro demeure supérieure de 1,8% à son niveau d'avant-crise.

### En Europe, les gouvernements déploient de nouvelles mesures budgétaires pour limiter les effets néfastes de la hausse de prix.

Le gouvernement allemand a annoncé un plan de 4,5 Mds€, avec des aides ciblées pour les automobiles. Le gouvernement réfléchit par ailleurs à la mise en place de rabais sur le prix de l'essence. En France, le gouvernement a annoncé de nouvelles mesures d'un montant de 7 Mds€ pour faire face à la flambée des prix. Elles comportent notamment une extension de la « remise carburant » sur le GPL, le gaz naturel et le gasoil non routier, des aides financières pour les secteurs les plus touchés (comme le secteur de la pêche) ainsi qu'un renforcement des dispositifs d'aides aux entreprises (prêts garantis, chômage partiel et report de charge notamment). Au total, ces nouvelles mesures et celles annoncées au cours des derniers mois (comme le bouclier tarifaire) représenteraient un coût budgétaire de 25 Mds€ environ.

### Au Royaume-Uni, le marché du travail poursuit sa consolidation en ce début d'année.

Le taux de chômage recule à nouveau et atteint 3,9% en moyenne sur les trois mois menant à janvier. En revanche, le taux de

participation à la population active des 15-64 ans décline légèrement et reste en deçà de son niveau d'avant-crise. Le marché du travail britannique n'en demeure pas moins tendu : le nombre d'emplois vacants se situe à un plus haut historique avec 1,3 million de postes vacants. La dynamique des salaires reste élevée en janvier. La croissance annuelle des salaires hebdomadaires nominaux atteint ainsi 4,1% (contre 2,9% en moyenne entre 2017 et 2019). La dynamique des rémunérations ne suffit toutefois pas à compenser la forte accélération des prix. En termes réels, les salaires s'inscrivent en recul de 0,7% (soit le troisième mois consécutif de repli). Cette tendance risque de ne pas s'améliorer au cours des mois à venir dans un contexte de hausse des prix de l'énergie et des matières premières.

### La Banque d'Angleterre (BoE) a procédé, à huit voix contre une, à une nouvelle hausse de 25 points de base de son taux directeur, le portant ainsi à 0,75%.

Le comité de politique monétaire estime que cette hausse est justifiée au regard des tensions sur le marché du travail et des pressions inflationnistes domestiques. La BoE note que la crise en Ukraine risque d'entraîner une baisse de l'activité et une hausse des prix qui mettra un peu plus sous pression le revenu des ménages. Dans ce contexte, la Banque d'Angleterre introduit un peu plus de conditionnalité dans sa communication mais maintient un biais restrictif : le comité de politique monétaire estime ainsi qu'un « modeste resserrement » de la politique monétaire pourrait être approprié au cours des mois à venir.

### Au niveau géopolitique, l'Union européenne a annoncé un renforcement des sanctions pesant à l'encontre de la Russie.

Le Conseil européen a ainsi annoncé l'interdiction de toutes les transactions avec certaines entreprises publiques russes, l'interdiction de la fourniture de services de notation de crédit, la mise en place de restrictions à l'exportation plus strictes en ce qui concerne les biens à double usage susceptibles de contribuer au renforcement du secteur de la défense russe, l'interdiction des nouveaux investissements dans le secteur de l'énergie russe et enfin de nouvelles restrictions commerciales concernant les exportations de fer, d'acier ainsi que de produits de luxe. L'UE a également, conjointement avec d'autres membres de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), décidé de refuser aux produits et services russes le traitement de la nation la plus favorisée sur les marchés de l'UE. Le Royaume-Uni a annoncé des mesures similaires, avec une interdiction des exportations de produits de luxe et des droits de douane sur les importations russes. Le Royaume-Uni a par ailleurs déjà annoncé un arrêt progressif des importations de pétrole et de gaz russe.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



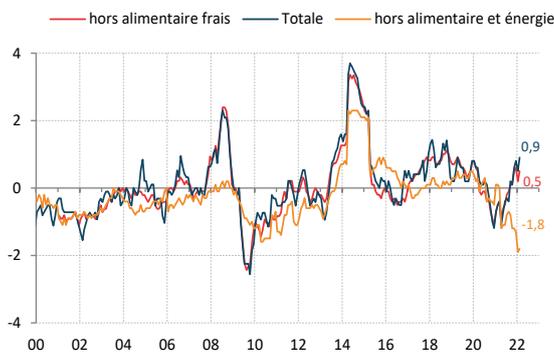
# Suivi Macroéconomique

## Asie

« En Chine, les données d'activité pour les mois de janvier et février ont surpris à la hausse »

**Au Japon, l'inflation accélère en février, tirée par la flambée des prix de l'énergie.** La croissance des prix à la consommation atteint 0,9% en glissement annuel, après 0,5% en janvier, en raison de la forte dynamique des prix de l'énergie qui s'établit à 20,5% en rythme annuel. Dans le même temps, l'inflation sous-jacente (hors alimentaire et énergie) se maintient en territoire négatif à -1,8% en glissement annuel en février. En parallèle, les résultats des négociations salariales au sein des grandes entreprises japonaises publiés la semaine dernière rapportent, dans l'ensemble, des hausses conséquentes relativement à l'atonie des dernières années. Le Conseil japonais des travailleurs du métal, une organisation syndicale, rapporte par exemple une hausse moyenne de 2000 Yens (15,18 euros) par mois dans le secteur manufacturier, un plus haut depuis 2015. Ces négociations à la hausse devraient soutenir la dynamique des salaires dont l'accélération à 0,9% en glissement annuel en janvier reflétait principalement la hausse des primes alors que l'évolution des salaires fixes restait marginale. Il semble néanmoins peu probable que les salaires atteignent à court terme un taux de croissance de 3% que le gouverneur de la Banque du Japon avait évoqué comme nécessaire pour rejoindre la cible d'inflation de 2%. **Dans ce contexte, la Banque du Japon a décidé de maintenir sa politique monétaire inchangée lors de sa dernière réunion.** Le gouverneur Kuroda a indiqué que l'inflation japonaise pourrait atteindre 2% dès avril, mais que cela ne constitue pas une atteinte de l'objectif si cette hausse est seulement due aux prix de l'énergie et que, de ce fait, cela ne conduira pas à un durcissement de la politique monétaire.

Japon : Indice des Prix à la Consommation (GA%)



Sources : Thomson Reuters, Japan Statistics Bureau, Covéa Finance

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
JP	Inflation	IPC, NCVS, GA%	févr.-22	0,9	0,5	0,0	-0,3
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	févr.-22	-1,8	-1,9	-0,1	-0,8
	Exportations	Val, CVS, GA%	févr.-22	19,1	11,4	-11,4	21,7
	Importations	Val, CVS, GA%	févr.-22	33,9	36,9	-14,1	25,1
CH	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	janv/févr.-22	12,2	4,9	2,9	4,9
	Prod. Industrielle	Vol, NCVS, GA%	janv/févr.-22	7,5	4,3	3,4	9,3
	Ventes au détail	Val, NCVS, GA%	janv/févr.-22	6,7	1,7	-2,9	12,4

\*Du 14/03/2022 au 20/03/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Le gouverneur Kuroda a indiqué que l'inflation japonaise pourrait atteindre 2% dès avril, mais que cela ne constitue pas une atteinte de l'objectif si cette hausse est seulement due aux prix de l'énergie et que, de ce fait, cela ne conduira pas à un durcissement de la politique monétaire.

**Les discussions au parlement japonais pourraient conduire à un nouveau plan budgétaire,** en complément du budget record de 940Mds\$ pour l'année fiscale 2022, en raison des effets de la crise en Ukraine. Ce budget supplémentaire pourrait notamment financer un abaissement des taxes sur les carburants.

**Le solde commercial au Japon enregistre un déficit commercial plus important que prévu en février et s'établit à 668 Mds de Yens.** Les exportations se sont repliées par rapport au mois précédent (-0,5%), en raison de contraintes d'approvisionnement toujours importantes. En parallèle, les importations ont augmenté de 2,7% par rapport au mois précédent, tirée par

l'envolée des prix des matières premières.

**En Chine, les données d'activité pour les mois de janvier et février ont surpris à la hausse.** Les ventes au détail tout d'abord, ont enregistré une hausse de 6,7%, en glissement annuel sur les deux premiers mois de l'année, dans un contexte de hausse de la demande liée au nouvel an lunaire et aux Jeux olympiques d'hiver. La production industrielle est également bien orientée, au-dessus des attentes, et atteint 7,5% en glissement annuel sur les 2 premiers mois de l'année, après 4,5% enregistré en décembre. Les investissements en actifs fixes enregistrent également un fort rebond et atteignent +12,2% en glissement annuel sur la période janvier/février. Dans le détail, ce sont les investissements dans les entreprises manufacturières qui enregistrent la plus forte accélération (+20,9%). Les investissements en infrastructures ont augmenté de 8,1% tandis que l'investissement immobilier enregistre une hausse plus modeste, à 3,7%. Cette orientation positive des investissements immobiliers, après une longue période de déclin, reflète davantage un effet de base qu'une réelle amélioration du secteur. En effet, la moyenne des prix des logements neufs dans les 70 principales villes de Chine reste en déclin en février (-0,1% par rapport au mois de janvier).

**Alors que ces statistiques sont bien orientées, la Chine enregistre un nombre record de cas de Covid-19.** Face à ce rebond épidémique, les autorités ont notamment décidé de confiner les 17 millions d'habitants de la ville de Shenzhen et de recourir à des mesures de distanciation sociale à Shanghai, en fermant temporairement les écoles, entreprises, restaurants et centres commerciaux.

**Enfin, la Banque Populaire de Chine (PBoC) maintient le statu quo, alors qu'un nouveau tour d'assouplissement était attendu la semaine passée.** La PBoC a déclaré qu'elle maintiendrait inchangé à 2,85% le taux des prêts accordés à certaines institutions financières dans le cadre de la facilité de prêt à moyen terme (« medium-term lending facility »), tandis que les taux de référence à 1 an et 5 ans (« loan prime rate ») ont été maintenus à 3,70% et 4,60% respectivement. Une poursuite de l'assouplissement monétaire reste attendue dans les prochains mois, conformément aux déclarations des autorités.

**En Australie,** le gouvernement a annoncé un plan de 360 millions de USD pour stimuler la production de minéraux critiques dans le but de diversifier l'approvisionnement de ses alliés et contrer la domination de la Chine sur le marché mondial.

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 7 114 644 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.