

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

13 juin 2022

Ploutocratie

Pour ce 100ème podcast de notre suivi hebdomadaire, nous voulions souligner les implications des bouleversements de l'ordre international sur les stratégies des entreprises et notamment la polarisation des gammes qui risque d'en découler. Car dans le cadre de cette inflexion de la mondialisation, et de la remise en cause du multilatéralisme, une économie de pénurie et de blocage des acheminements a conduit les entreprises à des choix de positionnement sur le haut de gamme de leur offre commerciale aux dépens de celle destinée à leurs clientèles plus modestes ou aux goûts plus frugaux.

La baisse des coûts de production et la désinflation des produits importés d'Asie vendus en Occident enregistrées depuis la chute du mur de Berlin, ont été rendues possibles par la concurrence planétaire entre producteurs-distributeurs et la quête d'un coût unitaire toujours plus bas. Cette mondialisation heureuse, sauf pour les millions d'emplois perdus avec la désindustrialisation, est derrière nous. Elle s'entendait d'ailleurs dans le cadre d'une supposée fin de l'Histoire et d'un monde sans affrontement de blocs idéologiques. Une situation bien différente aujourd'hui où s'opposent —s'affrontent— les Etats-Unis et la Chine qui dessinent un monde bipolaire.

Les consommateurs avaient déjà subi avec étonnement les conséquences de choix de clients à servir au moment du blocage des chaînes d'approvisionnement des usines de semi-conducteurs pendant la pandémie. L'industrie automobile avait dû consacrer la réception de ces microprocesseurs rationnés aux seuls segments haut-de-gamme, quitte à faire attendre de nombreux mois la production du reste de son offre commerciale.

Un phénomène qui pourrait se répandre aujourd'hui à d'autres activités économiques tant dans celui des services que dans l'ensemble des secteurs de la consommation y compris alimentaire. On se dirigerait ainsi vers des stratégies de positionnement sur les niches de produits dits d'exception, inabornables pour le plus grand nombre. Des stratégies adaptées au rationnement mais aussi à une période d'inflation forte dans laquelle les comportements d'achats de ces acheteurs privilégiés sont peu sensibles à la hausse des « étiquettes ». Une perspective qui pourrait conduire à des dislocations et à des troubles sociaux. Mais une réalité à appréhender dans le cadre d'une gestion de long terme à travers l'examen des stratégies des entreprises que nous accompagnons, comme actionnaire ou comme créancier.

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

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	10/06/22	17/03/22	T-12 mois	17/03/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,052	1,109	1,217	-5,2 ↓	-13,6 ↓
€ / £	0,854	0,844	0,859	1,3 ↑	-0,5 ↓
€ / Yen	141,35	131,54	133,10	7,5 ↑	6,2 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	122	107	73	14,4 ↑	68,2 ↑
Indice CRB*	630	626	562	0,6 ↑	12,1 ↑
Prix de l'onze d'Or	1 872	1 943	1 894	-3,7 ↓	-1,2 ↓
Prix de la tonne de cuivre	9 448	10 243	9 890	-7,8 ↓	-4,5 ↓
Indice Baltic Dry**	2 320	2 588	2 669	-10,4 ↓	-13,1 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	4 175	4 540	2 869	-8,0 ↓	46 ↑

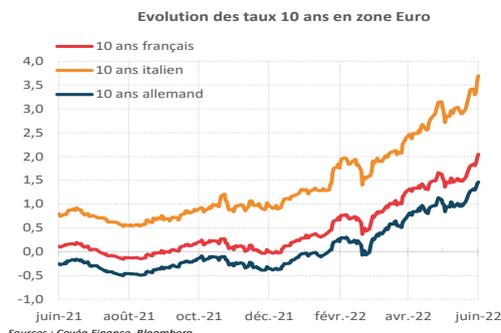
Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice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

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine a été marquée à nouveau par une hausse des taux significative, soutenue par les annonces de la Banque centrale européenne et les chiffres d'inflation américains. Un fort mouvement d'aplatissement des courbes a accompagné la hausse des taux, avec un taux 2 ans allemand en hausse de 31pbs à 0.97%, au plus haut depuis plus de 10 ans. Le taux 10 ans allemand a lui monté de 25pbs à 1.51%. Les spreads entre pays se sont fortement écartés, et ce d'autant plus que la BCE n'a pas donné d'indication sur les moyens qu'elle pourrait mettre en œuvre pour limiter la fragmentation. L'écart de rendement entre les taux 10 ans italien et allemand s'est écarté de 12pbs à 2.25%. L'écart s'est également creusé entre le 10 ans français et le 10 ans allemand, face au risque lié aux élections françaises, il se situe maintenant à 0.58% au plus haut depuis la pandémie, avec un 10 ans français à 2.09%.



Suite aux données économiques de début de semaine, notamment la mise à jour du scénario de la Banque Mondiale qui anticipe maintenant un ralentissement net de l'activité, les primes de risque ont augmenté sur le marché du crédit, de 10pbs en moyenne sur les obligations de catégorie investissement à 96pbs et de 16pbs sur les obligations de catégorie haut rendement à 408pbs. Le marché primaire s'est concentré sur 2 jours, après le week-end de Pentecôte et avant la réunion de la BCE pour un montant total de 12Mds€, dont 5Mds€ par des émetteurs non financiers.

Le Focus de la semaine : Endettement des ménages et des entreprises, un point de vigilance pour la stabilité financière

Le mois dernier, la Banque des Règlements Internationaux (BRI) a publié un rapport sur la stabilité financière, consacré au niveau élevé d'endettement des acteurs privés et aux risques inhérents à cette dette pour la stabilité financière.

La dette des ménages et des entreprises non financières est passée de 130% du PIB mondial en 2000 à 160% en 2019. En 2020, elle a atteint un point culminant à 170% et elle est pour le moment restée proche de ce point haut. Cet endettement supplémentaire lié à la pandémie a permis de faire face aux besoins de liquidité des ménages et des entreprises non financières et ainsi de supporter l'activité économique. Il a également contribué à rendre ces derniers plus vulnérables face aux chocs potentiels qui pourraient se matérialiser à travers la Guerre en Ukraine et la hausse inexorable des prix par exemple.

Le rapport alerte particulièrement sur certaines tendances. L'augmentation de la dette ne s'est pas faite de façon uniforme entre les pays et les agents économiques: plus la dette était élevée par rapport au PIB en 2019, plus elle a eu tendance à augmenter. Les disparités se retrouvent ainsi encore plus importantes qu'avant la pandémie. La part des secteurs les plus vulnérables a augmenté dans la dette des acteurs non financiers, favorisée par des conditions d'emprunt particulièrement favorables. Le nombre de faillites a diminué, à l'inverse du cycle économique, mais le nombre d'entreprises « zombies », incapables, a priori, de rembourser leur dette à échéance, a, lui, fortement augmenté, dépassant les 16% d'entreprises listées au niveau mondial.

Alors que les banques centrales ont entamé leurs cycles de resserrement monétaire, la BRI souligne les trois défis importants que les banques centrales doivent relever afin que l'endettement des ménages et des entreprises ne mette en péril la stabilité économique et financière : évaluer le risque lié à la vulnérabilité de ces dettes, décider s'il faut prendre des mesures et lesquelles pour endiguer le caractère systémique et gérer les attentes pour protéger les prêteur d'une mauvaise évaluation du risque.

Marie Edmée de Monts

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)	
	10/06/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	17/03/22	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y	
Taux directeurs												
Réserve Fédérale Américaine	1,00	1,00	0,50	0,25	0,25	0,00	0,50	0,75	0,75			
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	1,00	1,00	0,75	0,25	0,10	0,00	0,25	0,75	0,90			
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00			
Taux 10 ans												
Etats-Unis	3,16	2,93	2,17	1,51	1,43	22	98	165	172	9	4	
Allemagne	1,52	1,27	0,39	-0,18	-0,26	24	113	169	177	55	14	
France	2,10	1,80	0,84	0,20	0,12	29	126	190	198	129	37	
Italie	3,76	3,40	1,90	1,17	0,80	36	186	259	297	208	26	
Royaume-Uni	2,45	2,16	1,57	0,97	0,75	29	88	148	170	41	12	
Japon	0,25	0,23	0,21	0,07	0,06	2	5	18	20	33	84	
Crédit												
Indice Itraxx Main	99,7	89,3	70,2	47,8	47,7	10,4	29,6	52,0	52,1			
Indice Itraxx Crossover	500,9	445,9	334,3	241,7	235,4	55,0	166,6	259,2	265,5			

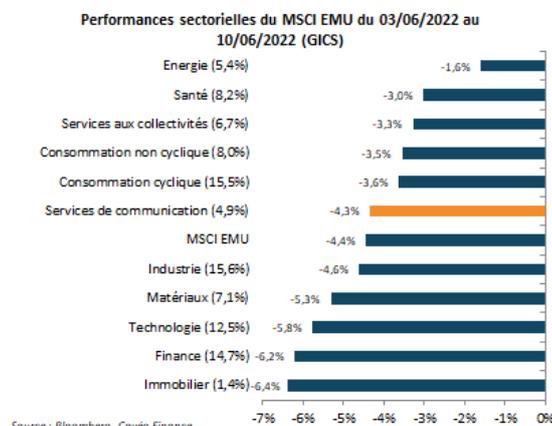
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens MSCI Europe et l'indice MSCI EMU (Union Economique et Monétaire européenne) affichent un fort recul de 3.9% et 4,4% respectivement, en raison des chiffres de l'inflation américaine (+8.6%) et de l'indice de confiance des consommateurs américains (du Michigan) qui ressort à un plus bas historique. La baisse concerne l'ensemble des secteurs, plus marquée sur l'immobilier (-6.3%) en raison de la hausse des taux et les financières (-6.2%), qui auraient dû en bénéficier mais qui ont été pénalisées par les révisions macro-économiques des différentes institutions économiques. Seul l'énergie affiche une baisse d'une moindre ampleur, en recul de seulement 1.6%. Sur le plan des titres, Just Eat Takeaway (+10.9%) a bénéficié de l'intérêt de plusieurs candidats, dont un Fonds de Private Equity américain et Apollo AM pour le rachat de sa filiale Grubhub aux Etats-Unis. Prosus (Pays-Bas ; +7.2%) profite de la hausse de Tencent, dont elle est actionnaire, après l'annonce du gouvernement chinois qui autorise une licence pour 60 nouveaux jeux vidéo. Dans la continuité des mouvements constatés les semaines précédentes, Zalando affiche un recul de 12.7%. Le titre est pénalisé à la fois par la baisse de la confiance des consommateurs et les chiffres de l'inflation élevés, mais surtout par l'alerte de Target aux Etats-Unis qui baisse pour la deuxième fois en 3 semaines ses perspectives de résultats puis celle du distributeur suédois Boozt. Enfin les bancaires, BBVA (-13.1%) et Fincombank (-13.7%) reculent suite aux commentaires de la BCE. En termes géographiques, l'ensemble des pays est orienté à la baisse. A noter, le fort recul de l'indice italien (-6.7%) pénalisé par la remontée des taux, le spread Italie-allemand ayant franchi la barre des 200bps. Enfin depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap reste en territoire négatif (-12.5%) tout comme le MSCI Europe alors que le MSCI EMU est en recul de -16,2%.



Le Focus de la semaine : Sommet de la Terre - ODD et relance « durable »

C'est en 1972 à Stockholm que le 1er Sommet de la Terre s'est tenu et que l'environnement a été placé au centre des débats pour devenir un enjeu à l'échelle internationale. Cette conférence aboutit à la création du Programme des Nations unies pour l'environnement (PNUE), puis au rapport Meadows «Les limites de la croissance» alertant sur les dangers que fait courir une croissance illimitée dans un monde aux ressources finies. C'est vingt ans plus tard au Sommet de Rio que sera abordée la notion de « développement durable », qui marquera un tournant pour l'environnement avec la signature de 3 conventions : la Convention sur la diversité biologique, la Convention sur la lutte contre la désertification et la Convention-cadre des Nations unies sur les changements climatiques (CCNUCC). Depuis 1995, les signataires de la CCNUCC se réunissent chaque année lors des Conférences des Parties (COP) afin de faire le point sur l'application des engagements pris en faveur du climat et fixer de nouveaux objectifs. Ces différentes rencontres et échanges sont à l'origine des Objectifs de Développement Durable (ODD) qui définissent 17 priorités pour un développement socialement équitable, sûr d'un point de vue environnemental, économiquement prospère, inclusif et prévisible à horizon 2030. Ces ODD donnent un cadre chiffré, un agenda universel qui concerne aussi bien les acteurs publics que privés, un langage commun et un cadre holistique. Les 50 ans de la Conférence de Stockholm de 1972 ont été célébrés le 2 et 3 juin dernier, l'occasion de rappeler les enjeux environnementaux, d'accélérer les mises en œuvre pour la réalisation des ODD et une relance économique durable après la pandémie Covid19, qui est en partie à l'origine du retard pris sur ces objectifs à horizon 2030. De leur côté, les entreprises les intègrent à leur stratégie de responsabilité sociétale (RSE) et vont désormais au-delà en les assimilant à leur stratégie globale en y intégrant leurs parties prenantes. Ces ODD sont l'opportunité pour les entreprises de créer et innover ; en effet elles y contribuent en créant de nouveaux produits, solutions ou services permettant un accès à l'énergie, à l'eau salubre ou en mettant en place des processus de production plus respectueux des hommes et de l'environnement. Du point de vue des investisseurs, l'investissement à impact émerge dans de nombreuses gestions. Les actifs investis dans des fonds « ESG » (Environnement, Social et Gouvernance) ont atteint 2.7 mille milliards de dollars à l'échelle mondiale, selon Morningstar. A l'échelle de la France, les investissements en fonds durables, c'est-à-dire les fonds ISR (Investissement Socialement Responsable) et Solidaires, ont pratiquement doublé en 2021 et pèsent près de 900 milliards d'euros d'encours, selon Novethic. Les deux tiers des fonds « durables » sont d'ailleurs labellisés ISR, mais ce marché reste encore très concentré tant en volumes d'encours qu'en nombre de fonds. Encore plus concentrés, les fonds labellisés Greenfin ou Finansol, labels octroyés aux fonds spécialisés dans l'environnement et l'économie sociale et solidaire. Les labels sont un gage de transparence qui requiert des exigences bien spécifiques et une rigueur dans la gestion.

Pauline Brunaud

Gérante OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	10/06/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/21	sur 12 mois		
MSCI EMU	129,1	135,1	138,8	154,1	146,7	-4,4	↓	-7,0	↓	-16,2	↓
MSCI EMU Mid Cap	932	969	985	1 094	1 047	-3,8	↓	-5,4	↓	-14,9	↓
MSCI EMU Small Cap	393,8	420,7	443,3	487,4	505,2	-6,4	↓	-11,2	↓	-19,2	↓
MSCI Europe	141,5	147,2	150,4	161,7	150,5	-3,9	↓	-5,9	↓	-12,5	↓
France CAC40	6 187	6 485	6 613	7 153	6 546	-4,6	↓	-6,4	↓	-13,5	↓
Allemagne DAX30	5 632	5 920	6 058	6 696	6 587	-4,86	↓	-7,0	↓	-15,9	↓
Italie MIB	22 547	24 167	24 124	27 445	25 638	-6,7	↓	-6,5	↓	-17,8	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 318	7 533	7 385	7 385	7 088	-2,9	↓	-0,9	↓	-0,9	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 567	8 777	8 756	8 777	8 254	-2,4	↓	-2,2	↓	-2,4	↓

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

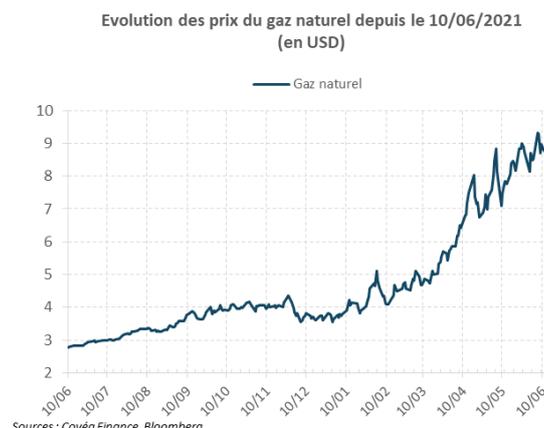
L'analyse des marchés :

Les **marchés asiatiques** ont évolué de façon contrastée sur la semaine. La majorité des pays évolue en territoire négatif hors Chine et Japon. Les marchés chinois sont les marchés les plus performants, tirés par la réduction des restrictions sanitaires à Shanghai mais également par l'espoir d'un allègement de la pression réglementaire (nouvelles autorisations de commercialisation de jeux vidéo en ligne). Dans les autres pays d'Asie, la bonne performance du secteur de l'énergie ne suffit pas à compenser une baisse quasi générale des autres secteurs. Dans le cadre du suivi de nos Perspectives Economiques et Financières, nous notons que le producteur russe d'aluminium Rusal a intenté une action en justice contre Rio Tinto au sujet d'une raffinerie conjointement détenue dans le Queensland. En effet, les sanctions de l'Occident ayant bloqué l'accès de Rusal à cette raffinerie, ce dernier réclame sa part des activités opérées dans la raffinerie. Enfin, dans la réorganisation du complexe énergétique mondial et dans la sécurisation des chaînes d'approvisionnement, le constructeur automobile chinois BYD a annoncé qu'il était intéressé par l'acquisition de six mines de lithium sur le continent africain.

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 termine la semaine en repli de 5,1%, pénalisé par une succession d'annonces peu encourageantes (révisions des perspectives de croissance mondiale). En fin de semaine plus particulièrement, la publication des chiffres d'inflation, en hausse de 8,3% en glissement annuel, a entraîné une forte accélération à la baisse des marchés. Parallèlement, le prix du pétrole a rejoint ses récents sommets dans un contexte marqué par un nouveau recul des stocks et une demande d'essence très soutenue malgré un prix record à la pompe. En termes sectoriels, les compartiments de l'immobilier, de la consommation discrétionnaire et de la technologie, ainsi que les financières (malgré la hausse des rendements obligataires) baissent très sensiblement. Coté entreprises, DocuSign, leader de la signature électronique et de la gestion des transactions numériques, a réduit ses prévisions de croissance ainsi que ses objectifs de recrutement: la direction mentionne un environnement moins favorable et un ralentissement des renouvellements de contrats. Dans le même ordre d'idée, le PdG d'Intel a rapporté une détérioration de l'environnement, évoquant notamment un affaiblissement de la demande et des stocks excessifs sur le segment des PC. A l'instar de plusieurs sociétés du secteur (cf éditorial de la semaine dernière), Intel va donc ajuster ses dépenses d'investissement et instituer un gel des embauches.

Le Focus de la semaine : La hausse des prix du gaz et son impact sur le complexe pétrochimique américain

Les prix du gaz américain sont en hausse de plus de 150% depuis le début de l'année. En effet, au-delà du conflit russo-ukrainien qui accroît la demande de GNL américain, la demande de gaz est indirectement stimulée par une production de charbon à son plus bas niveau aux Etats-Unis, renforçant les besoins de gaz pour la génération d'électricité. Dans le même temps, les capacités de transport de gaz des principaux bassins de production que sont le Permien, les Appalaches et Haneysville sont saturées. Ce contexte, ainsi que le long processus d'obtention des autorisations réglementaires et environnementales pour les nouveaux projets de gazoducs incitent les principaux gestionnaires d'infrastructures énergétiques à accélérer l'expansion de gazoducs existants. Ces nouvelles capacités devraient arriver entre 2023 et 2024, normalisant de fait les prix du gaz, normalisation essentielle pour le maintien d'un complexe pétrochimique compétitif, le gaz n'étant pas seulement utilisé comme combustible pour produire de l'électricité mais également une matière première fondamentale pour la production d'éthylène, qui est à la base de toute la pétrochimie mondiale (plastiques, emballages de médicaments, applications en automobile, en mobilier et en bâtiment, en peinture...). Le prix de l'éthylène est déterminé par le coût marginal de production de l'unité la plus chère, à savoir, celle des producteurs qui utilisent le naphta comme matière première. Le prix de l'éthylène n'est donc pas fonction du prix du gaz naturel, mais du naphta qui, lui, évolue en fonction du prix du pétrole. L'accès à un gaz naturel abondant, et jusque maintenant peu cher, constitue donc un important avantage compétitif structurel pour les pétrochimistes américains, nécessaire de façon plus large à la compétitivité de l'industrie américaine. Rappelons que depuis 2012, l'industrie pétrochimique sur la côte du Golfe du Mexique est en pleine expansion et devrait continuer à l'être, comme nous le mentionnaient les dirigeants d'une des principales sociétés de raffinage et de chimie, Phillips 66 (expansion des capacités de fractionnement de gaz du complexe de Sweeny et développement de capacités de production d'éthylène et de polyéthylène - projet US Gulf Coast II). Dès lors, afin d'avoir un gaz à bas coût, le besoin d'infrastructures est encore plus prégnant ce qui devrait soutenir en partie l'investissement productif aux Etats-Unis.



Jean Dominique Seta

Responsable Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	10/06/22	J-7	17/03/2022	31/12/21	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	17/03/2022	31/12/21	sur 12 mois	J-7	17/03/2022	31/12/21	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	3 901	4 109	4 412	4 766	4 239	-5,1 ↓	-11,6 ↓	-18,2 ↓	-8,0 ↓	-3,2 ↓	-6,8 ↓	-11,5 ↓	6,5 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	31 393	32 900	34 481	36 338	34 466	-4,6 ↓	-9,0 ↓	-13,6 ↓	-8,9 ↓	-2,8 ↓	-4,0 ↓	-6,6 ↓	5,4 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	11 340	12 013	13 615	15 645	14 020	-5,6 ↓	-16,7 ↓	-27,5 ↓	-19,1 ↓	-3,8 ↓	-12,2 ↓	-21,7 ↓	-6,4 ↓
Japon Nikkei 300	402	409	401	420	402	-1,7 ↓	0,4 ↑	-4,2 ↓	0,0 ↔	-2,4 ↓	-6,6 ↓	-11,2 ↓	-5,8 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 596	2 671	2 695	2 993	2 505	-2,8 ↓	-3,7 ↓	-13,3 ↓	3,6 ↑	-3,7 ↓	-4,3 ↓	-13,3 ↓	4,4 ↑
Chine - Shanghai	3 285	3 256	3 224	3 640	3 256	0,9 ↑	1,9 ↑	-9,8 ↓	0,9 ↑	2,0 ↑	1,6 ↑	-7,7 ↓	11,2 ↑
Hong Kong Hang Seng	21 806	21 082	19 532	23 398	28 739	3,4 ↑	11,6 ↑	-6,8 ↓	-24,1 ↓	5,4 ↑	17,3 ↑	0,1 ↑	-13,1 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 055	1 061	1 121	1 232	1 379	-0,6 ↓	-5,9 ↓	-14,4 ↓	-23,5 ↓	1,3 ↑	-0,8 ↓	-7,5 ↓	-11,5 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Le Pacte vert et le secteur agricole

Le mot pesticide est composé de mot anglais « *pest* », qui veut dire « *insecte ou plante nuisible, parasite* », et du suffixe -cide du latin « *caedere* » qui veut dire « *frapper, abattre, tuer* ». Ainsi un pesticide est une substance visant à éliminer les organismes qui pourraient endommager une culture et sa récolte. Dans l'antiquité, les Grecs et Romains utilisaient déjà de l'arsenic et du soufre en guise de pesticide.

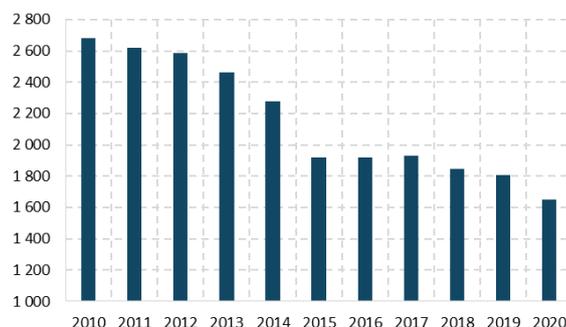
Aujourd'hui, il existe des milliers de pesticides. Ils comprennent les herbicides, les fongicides et les insecticides. Ils appartiennent aux produits phytosanitaires qui regroupent les produits de protection des cultures et les semences. Les produits phytosanitaires représentaient en 2021 un marché d'environ 100 Mds €.

Le sujet de l'utilisation, ou non, des pesticides est très débattu. D'un côté, les pesticides permettent d'augmenter le rendement des récoltes, d'éviter le recours à la déforestation (grâce à des terres plus productives) et de nourrir plus de monde. De l'autre, ils peuvent causer de graves problèmes de santé et avoir des répercussions environnementales. Les pesticides et les produits phytosanitaires semblent d'autant plus nécessaires face à une population mondiale qui devrait atteindre 8,55 Mds en 2030 selon l'ONU (contre 7,87 Mds en 2021), à des besoins croissants en denrées alimentaires et biocarburants, au réchauffement climatique et son impact sur les récoltes, et à la réduction des terres arables.

Le Pacte vert (« *Green Deal* ») annoncé par la Commission européenne en 2020 vient trancher le débat. Il prévoit de réduire de moitié l'utilisation de pesticides d'ici 2030 et de promouvoir l'agriculture biologique, à hauteur de 25% des terres cultivées. Il envisage également une baisse de 20% de l'utilisation des engrais et une baisse de 50% de la vente d'antimicrobiens pour les animaux d'élevage et l'aquaculture.

Les sociétés spécialisées dans la protection biologique des cultures devraient bénéficier de l'évolution de l'environnement réglementaire poussant à la réduction des produits chimiques en agriculture. À titre d'exemple, Chr. Hansen produit des biopesticides, biofungicides et biostimulants permettant d'accroître le rendement des cultures. La réduction de la dépendance aux pesticides pourrait également passer par les machines. FarmWise, créée en 2015 par deux français ingénieurs spécialisés dans l'intelligence artificielle, fabrique des machines à désherber les champs de légumes de façon automatisée sans pesticides. La start-up, qui n'est pas encore rentable, vient d'annoncer avoir levé 45 M \$ auprès notamment de deux fonds spécialisés dans les technologies agricoles. La société vise une centaine de machines et veut étendre sa technologie aux grandes cultures.

Nombre de produits phytosanitaires autorisés



Source: Covéo Finance, ANSES.

Victor Labate

Analyste financier et extra financier



Olivier Berthet

Analyste financier et extra financier



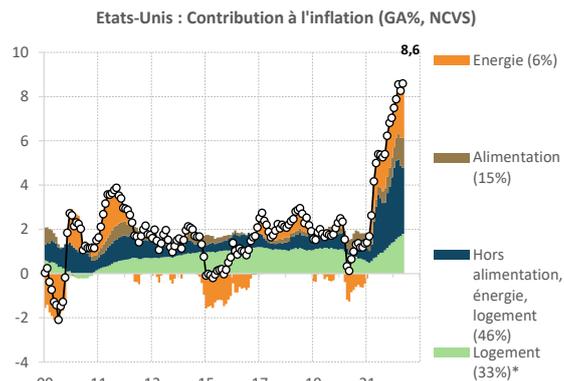
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La dynamique des prix à la consommation demeure fortement haussière »

Les pressions inflationnistes ne retombent pas aux Etats-Unis. L'inflation mesurée par la croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation est passée de 8,3% à 8,6% en mai, au plus haut depuis 1981. La légère accalmie entrevue entre mars et avril, qui était liée essentiellement à l'énergie, aura fait long feu, et la décruce des tensions inflationnistes promet d'être progressive. Sur le mois, la hausse de 1% de l'indice des prix reflète l'orientation du baril de pétrole, avec une augmentation de 3,9% en glissement mensuel de la composante énergie. Les prix des carburants s'inscrivent en hausse de 4,1% sur le mois, le prix moyen du gallon d'essence s'approchant du seuil de 5\$. Les prix alimentaires maintiennent également une dynamique haussière (+1,1% sur le mois). **Hors alimentation et énergie, l'inflation fléchit légèrement à 6% en rythme annuel, contre 6,2% le mois précédent, mais cette décélération reflète**

uniquement des effets de base favorables. En séquentiel, la pression haussière reste forte, avec une progression mensuelle de 0,6%, similaire au mois précédent. Les prix des billets d'avion connaissent une nouvelle poussée (+12,6% en glissement mensuel) et les prix des véhicules d'occasion repartent en hausse après 3 mois de modération (+1,8% sur le mois). Si les tensions sur ces catégories sont liées au contexte particulier actuel (redémarrage du tourisme, difficultés de production du secteur automobile) et pourraient s'atténuer dans les mois à venir, d'autres catégories gagnent en traction et devraient maintenir une pression haussière sur les prix. Les loyers et les loyers imputés (loyers que les propriétaires devraient payer s'ils devaient louer leur logement) affichent ainsi des rythmes de hausses inédites depuis le début des années 1990 (+0,6% sur le mois). Ces deux composantes représentent plus de 30% de l'indice des prix et devraient, au regard du dynamisme des prix immobiliers (+21% en rythme annuel), freiner la décruce de l'inflation espérée par la Réserve fédérale.



Sources : BLS, Thomson Reuters, Covéa Finance. Début de la série en 1998
* Loyer et équivalent loyer des propriétaires (montant payé par les propriétaires s'ils louaient), logements étudiants, hôtels. Dernier point : mai-22

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	juin-22	50	58	82	78
Inflation	IPC, GA%, NCVS	mai-22	8,6	8,3	1,2	4,7
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	mai-22	6,0	6,2	1,7	3,6
Importations	Val, NCVS, GA%	avr.-22	20,4	25,1	-6,5	21,5
Exportations	Val, NCVS, GA%	avr.-22	20,5	17,6	-13,2	22,8

*Du 06/06/2022 au 12/06/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Le comité de politique monétaire se réunira cette semaine et devrait selon les déclarations de ses membres ces dernières semaines procéder à une hausse de 50 points de base du taux directeur, avant de faire de même en juillet. Les discussions porteront vraisemblablement sur le rythme de resserrement à adopter en septembre. Certains membres avaient évoqué la possibilité de faire une pause en fonction de l'évolution de l'inflation. **La publication de l'inflation de mai devrait au contraire renforcer les tenants d'un resserrement agressif** et faire pencher le comité vers une 4^{ème} hausse de 50 bp en septembre après celles de mai, juin et juillet. La fourchette cible du taux directeur se situerait alors entre 2,25% et 2,50%, soit au niveau du taux neutre estimé par la Réserve fédérale (taux d'équilibre auquel la politique monétaire ne vient ni stimuler, ni freiner

l'activité). Face à un tel mouvement de resserrement monétaire, la résistance de l'économie américaine risque bien d'être testée.

Ce contexte ne manque pas de peser sur le moral des ménages. L'indicateur de confiance du consommateur de l'Université du Michigan a lourdement chuté en juin, accélérant le recul de ces derniers mois. Les composantes situation présente et future se dégradent sur fond de tensions inflationnistes et de crainte pour le pouvoir d'achat.

Le déficit de la balance des biens s'est nettement réduit en avril, passant de -126 à -107 Mds\$ en valeur. Cette amélioration du solde commercial intervient après plusieurs mois de détérioration. Les exportations progressent de 3,6% en glissement mensuel, tandis que les importations enregistrent un repli de 4,4%. La dynamique des exportations a été tirée par les produits alimentaires, les matériaux industriels et les biens intensifs en capital. Cette progression n'est pas uniquement le reflet de la hausse des prix, les exportations en volume s'inscrivant en hausse de 3,2%. Côté importations, la contraction est marquée pour les biens de consommation (-7,7%) et les matériaux industriels (-7%). En volume, la baisse des importations totales est plus marquée qu'en valeur, avec un recul de -5,1%. Cette contreperformance peut s'expliquer en partie par un effet de rééquilibrage, après des importations très dynamiques le mois précédent (+8,8%). Il faut noter que la lecture des données de commerce est compliquée par la perturbation des chaînes logistiques et par les impacts de la guerre en Ukraine.

Les prévisions économiques de l'OCDE ont été drastiquement revues en baisse à l'occasion des *Perspectives Economiques* de juin 2022. La croissance mondiale est envisagée à 3% pour 2022, contre 4,5% lors de l'exercice de décembre dernier. Les révisions baissières, liées aux conséquences du conflit en Ukraine et aux confinements stricts en Chine qui pèsent sur la production, touchent toutes les zones, mais un impact plus prononcé est prévu en Europe (voir *infra*). La croissance aux Etats-Unis s'établirait à 2,5% en 2022 (contre 3,7% en décembre), puis 1,2% en 2023.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

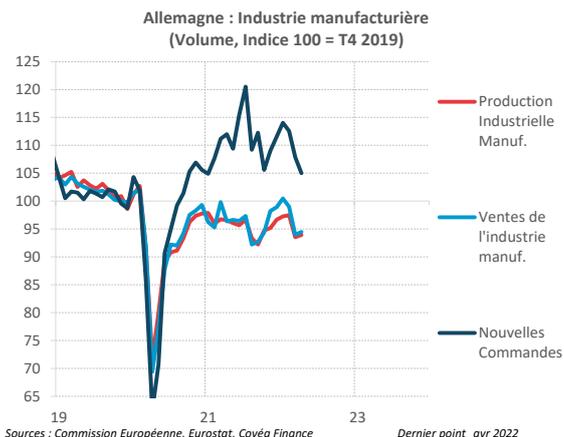
« La demande adressée à l'industrie allemande s'affaiblit en avril »

En zone euro, le PIB a été révisé à la hausse au T1 2022 et passe de 0,3% à 0,6% en glissement trimestriel (GT). Cette révision en trompe l'œil reflète essentiellement la forte volatilité des données irlandaises. En effet, en Irlande la croissance du PIB a atteint 10,8% (en GT) au T1 2022 en lien avec une forte correction des importations de services. Par ailleurs, les données détaillées du PIB de la zone euro confirment le recul de la consommation des ménages de -0,7% en GT.

L'OCDE confirme dans ses perspectives l'essoufflement de la croissance en zone euro qui devrait ralentir à 2,6% en 2022. L'OCDE intègre l'impact du 6^{ème} train de sanctions adopté par la l'Union européenne notamment l'embargo sur les importations maritimes de pétrole en provenance de Russie à partir de 2023 ce qui entraîne un ralentissement de la croissance de la zone euro à 1,6% en 2023. Enfin,

l'inflation totale devrait atteindre 7% en 2022 puis 4,6% en 2023, bien au dessus de la cible de la Banque centrale européenne. **Au Royaume-Uni, l'OCDE prévoit une stagnation de l'activité en 2023, pénalisée par le ralentissement de la demande.** Le Royaume-Uni est peu dépendant des importations en provenance de Russie, mais il serait particulièrement affecté par la hausse des prix mondiaux de l'énergie qui rognait le pouvoir d'achat des ménages. L'inflation totale moyenne devrait atteindre 8,8 % en 2022 et baisserait à 7,4% en 2023.

La production industrielle rebondit au mois d'avril après les mauvaises performances du mois précédent. En avril, la production manufacturière enregistre une hausse mensuelle de 1,5% en Italie et de 1,9% en Espagne. En Allemagne, les données concernant l'industrie sont dans l'ensemble décevantes malgré la progression de la production manufacturière. Cette dernière s'inscrit en hausse de 0,7% sur le mois, ce qui ne compense pas le fort recul du mois précédent (-4% en mars). Au total, la production allemande demeure toujours très en-deçà de son niveau d'avant-crise, à -6% par rapport au T4 2019. Les perspectives restent par ailleurs incertaines. Les nouvelles commandes ont surpris à la baisse en avril, avec un troisième mois consécutif de recul, qui concerne aussi bien les commandes domestiques qu'à l'étranger. **La demande adressée à l'Allemagne s'affaiblit donc, ce qu'on relève également dans les indicateurs d'enquête, avec un recul des nouvelles commandes mais aussi une progression moins importante des arriérés de production.** Les difficultés de l'industrie allemande pourraient au cours des mois à venir devenir de moins en moins une problématique d'offre et de plus en plus le reflet d'une demande en berne.



Sources : Commission Européenne, Eurostat, Covéa Finance

Dernier point avr 2022

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	PIB	Vol, CVS, GA%	T1 22	5,4	4,7	-6,5	5,3
AL	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	avr.-22	-2,1	-3,1	-8,1	3,1
IT	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	avr.-22	3,7	3,2	-11,0	11,7
ES	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	avr.-22	2,4	0,0	-9,5	7,3

*Du 06/06/2022 au 12/06/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Du côté des salaires, le principal syndicat allemand, IG Metall s'apprête à demander une hausse de salaire d'environ 6 à 7% sur deux années (soit environ 3% d'augmentation par an). Le syndicat a calculé cette demande sur la base de la cible d'inflation de la BCE (2%) auquel il a ajouté un gain de productivité estimé à environ 1%. En ne prenant pas en compte l'inflation effective (qui pourrait atteindre plus de 6% cette année), le syndicat IG Metall estime que leur demande ne provoquera pas de spirale prix-salaire.

En France, le résultat du premier tour des élections législatives interroge sur la capacité du parti présidentiel à rassembler une majorité absolue au parlement. Avec environ 25% des voix exprimés, la majorité présidentielle se situe au coude à coude avec la NUPES. En termes de sièges, les projections donnent une nette avance à la majorité présidentielle, avec toutefois un risque que cette dernière ne soit pas en capacité de décrocher une majorité absolue. Le second tour des élections se tiendra le 19 juin.

En Russie, la Banque centrale a baissé son taux directeur de 11% à 9,5% considérant que l'inflation a diminué et que le ralentissement de l'activité a été moins fort que ce qui a été prévu en avril. La Banque centrale estime que l'inflation totale devrait s'établir entre 14 et 17% en 2022.

Mounira Nakaa

Economiste Zone Europe



Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



Suivi Macroéconomique

Focus : La BCE accélère le rythme de normalisation de sa politique monétaire

Conformément à ses déclarations des dernières semaines, Christine Lagarde a annoncé la fin des achats mensuels du programme d'achats d'actifs APP à partir du 1er juillet 2022, mettant ainsi un terme à l'augmentation du bilan de la BCE. Le montant des actifs détenus au sein du bilan restera constant: les tombées du programme APP seront réinvesties « pendant une période prolongée après la date à laquelle la BCE commencera à relever ses taux et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir les conditions d'une liquidité abondante et une orientation appropriée de la politique monétaire. » Les tombées du programme pandémique (PEPP) seront par ailleurs réinvesties jusqu'à la fin 2024.

En revanche, les indications données par la BCE en termes de trajectoire de taux diffèrent des déclarations précédentes et suggèrent un resserrement plus agressif, avec une hausse de 25 points de base en juillet et, vraisemblablement, de 50 points de base en septembre. Alors que Philip Lane déclarait, le 30 mai dernier, que des hausses de 25 points de base en juillet et en septembre constituaient le scénario central de la BCE, le communiqué de la BCE dessine une trajectoire plus haussière. Les taux directeurs de la BCE seront d'abord augmentés de 25 points de base en juillet. En septembre, en revanche, la BCE prévoit un nouveau relèvement des taux d'intérêt « dont le calibrage dépendra des perspectives actualisées d'inflation à moyen terme ».

Les déclarations de la Présidente au cours de la conférence de presse laissent entendre que la BCE procédera à une hausse de 50 points de base en septembre si les prochaines projections de la BCE se situent encore au-dessus de la cible des 2% à moyen terme. Or, les projections de juin (que nous détaillons un peu plus bas) se situent au-dessus de la cible sur cet horizon, ce qui suggère qu'une hausse de 50 points de base constitue le scénario central de la BCE.

Si la BCE a insisté, dès la première phrase de son communiqué, sur la nécessité de lutter contre l'inflation, elle a par contre accordé une importance moindre au risque de « fragmentation des taux » en Zone euro (c'est-à-dire au risque d'écartement des taux souverains entre pays membres). Le sujet n'a ainsi été abordé de manière explicite que lors de la séance de questions-réponses. En la matière, la BCE rappelle que les réinvestissements issus des tombées du PEPP, qui pourront être effectués de manière flexible entre les classes d'actifs et les juridictions, constituent la première ligne de défense pour prévenir un écartement trop important des taux souverains (*spread*). Comme lors de la dernière réunion, C. Lagarde a également mentionné la possibilité de créer un nouvel instrument dédié à la stabilisation des conditions de financement, sans toutefois apporter beaucoup plus de détails. Difficile par ailleurs de savoir quel seuil, de taux ou de *spread*, justifierait une action de la BCE.

À l'occasion de la réunion, la BCE a également dévoilé ses nouvelles projections macroéconomiques. Ces dernières sont marquées par une révision à la baisse des projections de croissance et une révision à la hausse des prévisions d'inflation. Ainsi, le service économique de la BCE estime que la croissance de la Zone euro atteindra 2,8% en 2022 et 2,1% en 2023 et 2024 (contre 3,7%, 2,8% et 1,6% respectivement dans ses projections de mars 2022). Cette révision à la baisse reflète notamment de moins bonnes perspectives pour la consommation des ménages, grevée par la hausse des prix. Sans surprise, les projections d'inflation de la BCE sont très nettement révisées à la hausse. Les services économiques de la BCE anticipent désormais une inflation de 6,8% en 2022, de 3,5% en 2023 et de 2,1% en 2024. L'inflation resterait ainsi au-dessus de la cible sur tout l'horizon de projection de la BCE. On passerait par ailleurs d'une inflation plutôt importée en 2022 (car issue de la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation) à une inflation plus domestique, liée à une poursuite du recul du taux de chômage et à des pressions salariales persistantes. Le service économique de la BCE estime ainsi que l'inflation sous-jacente atteindra 2,3% en 2024.

À moyen terme, et sur la base de ces projections, le Conseil des gouverneurs anticipe « qu'une séquence progressive mais durable de hausses supplémentaires des taux d'intérêt sera appropriée ». Lors de la conférence de presse, Christine Lagarde n'a pas apporté plus de précision à ce sujet et favorise une approche graduelle et progressive, en fonction des flux de données. Dans cette même veine, le conseil des gouverneurs n'a, volontairement, pas abordé la question du taux neutre (le taux au-dessus duquel la politique monétaire peut être considérée comme restrictive).

Prévisions de la Banque Centrale Européenne (en %) - 9 juin 2022

	2020	2021	2022	2023	2024
Variation du PIB (volume)			2,8	2,1	2,1
Prévision de Mars 2022	-6,3	5,4	3,7	2,8	-
Taux de chômage			6,8	6,8	6,7
Prévision de Mars 2022	8,0	7,7	7,3	7,2	-
Inflation			6,8	3,5	2,1
Prévision de Mars 2022	0,3	2,6	5,1	2,1	-
Consensus Bloom au 13/06/22			7,0	2,8	2,0
Inflation sous-jacente			3,3	2,8	2,3
Prévision de Mars 2022	1,0	1,5	2,6	1,8	1,9

Source : Banque Centrale Européenne, Bloomberg, Covéa Finance

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe

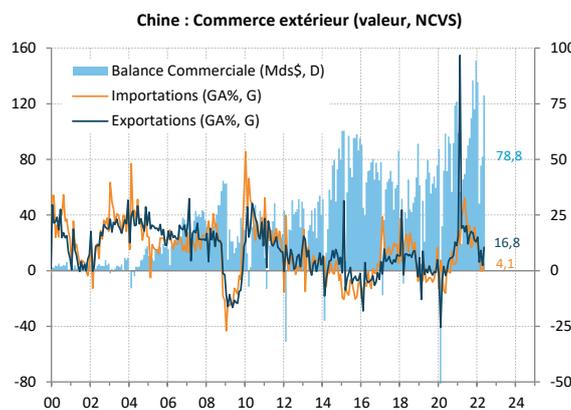


Suivi Macroéconomique

Asie

« L'évolution du contexte sanitaire reste la principale inconnue sur les perspectives chinoises »

Malgré les assouplissements des restrictions sanitaires annoncées début juin, Shanghai n'est pas encore sortie d'affaire. La détection de nouvelles contaminations a amené les autorités à annoncer une campagne de tests de masse et le confinement de 6 des 16 districts de la ville pour la durée du week-end afin d'effectuer ces tests. Alors que le 1er juin, les autorités avaient mis un terme à 2 mois de confinement strict et annoncé la victoire contre l'épidémie dans la ville, ces nouvelles restrictions renforcent la perception des incertitudes entourant l'économie chinoise dans le cadre de la politique « zéro covid ». Des tests de masse ont également été annoncés à Pékin. Les premières données économiques sur le mois de mai sont toutefois bien orientées après le creux d'avril.



Sources : Covéa Finance, General Administration of Customs, Thomson Reuters

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
CH	Total des flux de crédit	GA%	mai-22	10,5	10,2	13,3	10,3
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	mai-22	2,1	2,1	2,5	0,9
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	mai-22	0,9	0,9	0,8	0,8
	Exportations	Val, NCVS, GA%	mai-22	16,8	3,8	3,6	30,0
	Importations	Val, NCVS, GA%	mai-22	4,1	0,0	-0,6	30,0

*Du 06/06/2022 au 12/06/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Le commerce chinois se redresse en mai avec la reprise du port de Shanghai. Les exportations ont progressé de 16,8% en glissement annuel après le ralentissement à 3,9% en avril. Cette dynamique semble notamment refléter les assouplissements sanitaires ciblés sur la production de certains secteurs à Shanghai et une modération des contraintes d'approvisionnement. En outre, les importations sont sorties de deux mois d'atonie pour atteindre une croissance de 4,1% en glissement annuel, ce qui illustre également l'amélioration sanitaire et rassure quelque peu sur la reprise de la demande. Les importations de produits associés à la construction (métaux, cuivre,...) se sont redressées en dépit du ralentissement de l'immobilier, reflétant probablement l'accent mis sur les investissements en infrastructures par les autorités. L'excédent commercial chinois s'est largement élargi à 79 Mds\$ sur le mois, un niveau très élevé historiquement, même s'il reste inférieur aux pics du T4 2021. Si ce redressement semble de bon augure, les perspectives sur le commerce restent très incertaines face au contexte sanitaire, d'autant que la modération de la demande internationale liée à l'inflation et la normalisation de la demande de biens en faveur des services devraient peser sur l'économie chinoise.

En outre, les flux de financement ont vu leur dynamique s'accélérer en

mai. La croissance des financements agrégés de l'économie (TSF) atteint 10,5% en glissement annuel (contre 10,2% en avril) reflétant l'assouplissement des restrictions sanitaires et le soutien des autorités qui ont notamment exhorté les banques à prêter davantage. Les nouveaux prêts en yuan ont atteint 1890 Mds de yuan sur le mois (contre seulement 645 Mds de yuan en avril) principalement grâce à la forte dynamique des prêts aux entreprises alors que les crédits aux ménages se sont aussi redressés mais de façon plus modeste. La dynamique de la TSF découle aussi de l'accélération des émissions d'obligations par les pouvoirs publics, notamment suite aux dernières orientations du Conseil d'État impliquant que la cible d'émissions d'obligations spéciales des gouvernements locaux pour cette année soit atteinte d'ici la fin juin et que les fonds soient utilisés d'ici la fin août.

L'inflation chinoise se maintient à 2,1% en mai, bien en-dessous de la dynamique internationale. La croissance de l'indice des prix à la consommation reste principalement tirée par les prix de l'énergie et de l'alimentation même si ces derniers restent contenus par des effets de base baissiers sur les prix du porc qui devraient se résorber progressivement. L'inflation sous-jacente reste également inchangée à 0,9%. La croissance de l'indice des prix à la production décélère toutefois à 6,4% contre 8% le mois précédent, en lien avec des effets de base, la modération de l'activité (notamment dans le secteur immobilier) et le soutien gouvernemental pour augmenter la production de charbon.

Au Japon, le gouvernement a approuvé le « Plan d'exécution du nouveau capitalisme ». Cette nouvelle orientation met l'accent sur cinq domaines d'investissement : le capital humain, les sciences et la technologie, les start-up, la transformation numérique et la transformation verte. Ces politiques visent notamment à redynamiser la croissance du pays après deux décennies apathiques.

Côté politique monétaire, la Banque centrale australienne (+50 points de base à 0,85%) et la Banque centrale indienne (+50 points de base à 4,9%) ont toutes deux monté leur taux directeur face à l'inflation.

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.