

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

19 septembre 2022

Sérendipité*

Il aura fallu les circonstances extraordinaires de 2021 pour que beaucoup découvrent l'identité de l'entreprise française la plus profitable en termes de résultat net. Le débat sur la taxation des « super-profiteurs » remet en lumière CMA-CGM. La société française, non cotée, est l'un des champions du transport maritime avec le danois Maersk et l'italo-suisse MSC. Or, à l'heure où l'on s'interroge sur l'éventuelle imposition des bénéficiaires atypiques des « convoyeurs », il faut pourtant noter le retournement important qui s'est déjà amorcé sur la conjoncture du fret. Alors même que les industriels et les consommateurs finaux subissent pleinement la hausse des produits finis, le secteur maritime, en charge de 80% du fret des marchandises, vit déjà le dégonflement des volumes échangés. Celui-ci apparaît comme la traduction à la fois du ralentissement de la conjoncture et de la volonté des acteurs économiques de puiser dans leurs stocks, sur fond de très forte hausse des prix et de climat des affaires en berne.

Or, si la pandémie de covid avait poussé les entreprises à repenser leurs chaînes d'approvisionnement, la guerre en Ukraine les incite maintenant à redessiner leurs routes commerciales. Le réseau ferré du corridor Nord de la route de la Soie ferroviaire, qui passe par la Russie, est paralysé. Les grandes compagnies de transport l'ont bien compris et proposent aujourd'hui un reroutage à travers le corridor central transcaspien qui franchit les 2 mers, Caspienne et Noire. Mais les infrastructures de cette route alternative sont encore largement sous-dimensionnées au regard des besoins. La Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) a d'ailleurs un plan d'investissement de plus de 100M€ dans le cadre de son programme Transport Corridor Europe Caucase Asie (TRACECA, lancé en 1993) au bénéfice de pays comme la Bulgarie, la Roumanie ou la Grèce. Un programme européen qui s'articule autour d'un traité (1998) qui avait formalisé un accord-cadre entre 12 pays du Caucase et d'Asie centrale** afin d'améliorer les infrastructures des transport dans la région et standardiser les différents régimes douaniers. Or, ce traité a été largement dévoyé et réduit jusqu'à maintenant à l'unique question du choix des tracés des oléoducs du pétrole de la mer Caspienne. Des choix qui opposent depuis 20 ans l'Ukraine et la Roumanie, la Turquie et les Etats-Unis, la Russie et l'Iran, qui militent tous pour défendre les avantages de leurs couloirs respectifs ou ceux de leurs alliés.

Et les conflits entre l'Azerbaïdjan et l'Arménie, et entre le Tadjikistan et le Kirghizistan, tous signataires de l'accord-cadre de 1998, ne devraient pas faciliter le rayonnement de Bakou. Un enjeu pour l'économie chinoise qui éclaire le choix du premier déplacement hors de Chine du Président Xi Jinping depuis janvier 2020 en Asie Centrale (Ouzbékistan et Kazakhstan).

*Sérendipité : aptitude à faire par hasard une découverte inattendue et à en saisir l'utilité

**Arménie, Azerbaïdjan, Bulgarie, Georgie, Kazakhstan, Kirghizistan, Moldavie, Ouzbékistan, Roumanie, Tadjikistan, Turquie et Ukraine

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

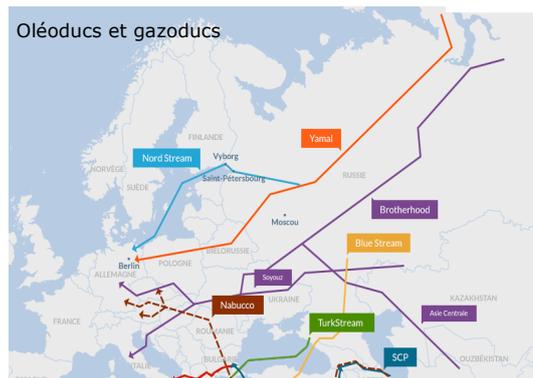
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« ne devraient pas faciliter le rayonnement de Bakou »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	16/09/22	22/06/22	T-12 mois	22/06/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,002	1,057	1,177	-5,2	-14,9
€ / £	0,877	0,862	0,853	1,8	2,8
€ / Yen	143,22	143,99	129,11	-0,5	10,9
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	91	112	76	-18,2	20,7
Indice CRB*	569	612	556	-7,0	2,3
Prix de l'once d'Or	1 673	1 834	1 755	-8,8	-4,7
Prix de la tonne de cuivre	7 762	8 773	9 367	-11,5	-17,1
Indice Baltic Dry**	1 553	2 349	4 215	-33,9	-63,2
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2 313	4 222	2 869	-45,2	-19

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 :

Sur les marchés obligataires, la publication du chiffre d'inflation aux Etats-Unis entraîne un réajustement des taux souverains, qui se traduit par un aplatissement des courbes de taux sur l'ensemble des zones. Ce mouvement s'effectue par une remontée importante des taux 2 ans (+31 bp en moyenne pour l'ensemble des pays), de 4 à 14 pb sur les taux 10 ans et une stabilité des taux à 30 ans. Le marché anticipe dorénavant 188 pb de hausse de taux Fed d'ici la fin d'année, contre 157 pb une semaine auparavant (Fed funds futures). Il privilégie pour la suite une stabilité des taux directeurs sur les 3 premiers trimestres 2023 avant une première baisse de taux en fin d'année 2023.

Sur le marché du crédit, les primes de risque des indices crédits de catégorie Investissement et Haut rendement se sont écartées, respectivement de 2 et 7 pb. Côté primaire, la semaine écoulée est la 3^{ème} plus active en volume depuis le début de l'année, avec 14.4 Mds€ émis sur le marché de catégorie Investissement.

Cette semaine, en dehors de la réunion de la Réserve Fédérale, plusieurs décisions de banques centrales sont attendues: au Japon, en Suisse, au Royaume Uni, en Norvège et en Suède. A cela s'ajoutent les élections législatives en Italie. L'écart de rendement à 10 ans entre l'Italie et l'Allemagne est actuellement relativement stable autour de 230 pb.

Le Focus de la semaine : Point de situation sur la dette des pays émergents dans l'environnement actuel

Depuis le début de l'année, la dette émergente connaît une sous-performance limitée par rapport aux marchés obligataires des pays développés. Ces pays sont pourtant confrontés à une multitude de chocs: pressions inflationnistes, baisse de la demande mondiale, durcissement des politiques monétaires et détérioration des conditions de financement en devises étrangères.

Or, les dettes en devise étrangère des pays émergents ou en développement représentent 25% de leur dette publique contre 15% en 2009. Malgré cela, les défauts de paiement sur ce segment de marché restent contenus. En dehors du défaut technique de la Russie, le Sri Lanka a annoncé mi-avril son incapacité à rembourser sa dette extérieure, faute de disposer de devises en quantités suffisantes. D'autres pays, comme le Pakistan ou le Liban, ont préféré anticiper cette situation en se tournant vers le Fonds Monétaire International (FMI) pour obtenir un plan d'aide.

Mais depuis quelques années, ce marché connaît deux changements majeurs: l'arrivée d'un nouveau prêteur (la Chine) et une réforme au sein du FMI sur ses instruments de prêts.

Suite à la crise financière de 2008, la Chine a multiplié les prêts par le biais de certaines institutions publiques à des pays « stratégiques »: soit en termes de ressources (Angola, Equateur, ...) soit d'emplacement (Laos, Pakistan, ...). Au départ, destinés à de grands projets d'investissement en infrastructures (ports, routes, ...), de nombreux prêts de secours ont également été accordés aux gouvernements étrangers en difficultés dans le cadre plus large des « Nouvelles routes de la Soie ». Dans le contexte actuel, le positionnement de la Chine sera riche d'enseignements pour les investisseurs étrangers. Entre restructuration de la dette et récupération de l'actif sous-jacent, les arbitrages seront potentiellement lourds de conséquences pour les emprunteurs.

De l'autre côté, le FMI a procédé, en 2009, à une réforme de ses instruments de prêts, créant notamment une nouvelle ligne de crédit modulable. Cette dernière offre une nouvelle dynamique à l'institution. En effet, le FMI invite les pays qui présentent une politique et des antécédents économiques solides, à recourir à ce nouvel instrument pour prévenir et résoudre des crises. En 2022, cinq pays bénéficient de ce dispositif: la Colombie, le Mexique, le Panama, le Pérou et le Chili. Pour la grande majorité d'entre eux, il s'agit de lignes de précaution de liquidité, à savoir que la ligne de crédit est disponible mais non tirée par le bénéficiaire. Seule la Colombie a déjà utilisé cette ligne, dont le montant total s'élève à 9.8 Mds\$. Bien que ce programme confirme les difficultés externes du pays, ce nouvel instrument soulage, en partie, le coût de la dette externe. Complémentaire au cœur d'activité du FMI, à savoir les programmes d'aides aux pays en difficulté, ce nouveau dispositif permet potentiellement de réduire le risque de contagion.

Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	16/09/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	2,50	2,50	1,75	0,25	0,25	0,00	0,75	2,25	2,25		
BCE - Taux Repo	1,25	1,25	0,00	0,00	0,00	0,00	1,25	1,25	1,25		
BCE - Taux Facilité de dépôt	0,75	0,75	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	1,25	1,25	1,25		
Banque d'Angleterre	1,75	1,75	1,25	0,25	0,10	0,00	0,50	1,50	1,65		
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	3,45	3,31	3,16	1,51	1,34	14	29	194	211	-42	6
Allemagne	1,76	1,70	1,64	-0,18	-0,30	6	12	193	206	24	0
France	2,31	2,27	2,18	0,20	0,03	4	13	211	228	84	31
Italie	4,03	4,02	3,55	1,17	0,69	1	49	286	334	142	1
Royaume-Uni	3,14	3,10	2,50	0,97	0,82	4	64	217	232	2	31
Japon	0,26	0,25	0,25	0,07	0,05	0	1	19	20	32	105
Crédit											
Indice Itraxx Main	112,3	107,2	111,5	47,8	44,5	5,1	0,8	64,6	67,8		
Indice Itraxx Crossover	552,8	524,0	552,3	241,7	224,5	28,9	0,5	311,1	328,4		

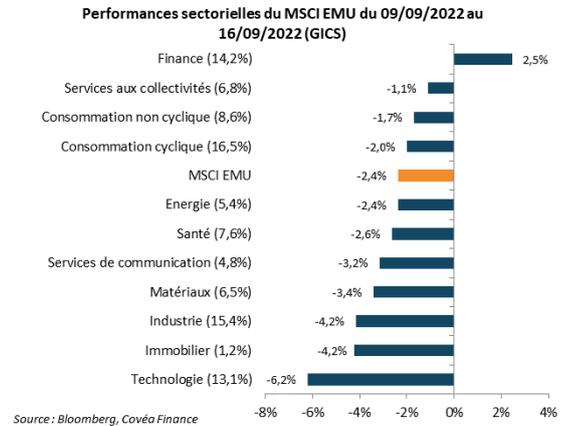
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Le marché des actions européennes (MSCI EMU) recule de 2,4% sur la semaine écoulée pris en étau entre le resserrement à marche forcée des conditions monétaires et la multiplication des signaux de ralentissement économique. La baisse de l'indice approche désormais la barre des 20% depuis le début de l'année. La Finance (+2,5%), seul secteur dans le vert, est portée par la poursuite de la hausse des taux. A l'inverse, le resserrement des taux pénalise le secteur de la technologie (-6,2%) qui figure en base de classement, le segment des logiciels (Nemetschek (-13%), Dassault Systèmes (-9%)) et celui des paiements (Adyen -11%) sont les plus affectés. La contreperformance du secteur de la technologie se poursuit pour totaliser plus de 30% de baisse depuis le début de l'année. Le secteur de l'immobilier (-4,2%) subit également la hausse de taux ainsi que l'inflation des coûts de construction. Du point de vue géographique, l'Italie (+0,1%) enregistre la seule performance positive de la semaine, portée par sa forte pondération bancaire. A l'inverse le Danemark (-6,3%) souffre de son exposition aux valeurs qualitatives à haut multiple à l'image de Novo Nordisk (-6,2%) et de Chr Hansen (-9,1%). L'aversion au risque pèse d'autant plus sur les petites capitalisations (MSCI EMU Small), en recul de 3% sur la semaine et de 22% depuis le début de l'année.



Le Focus de la semaine : La position concurrentielle de l'Europe menacée par la crise énergétique

La crise énergétique que traverse l'Europe frappe l'ensemble de son économie et explique probablement en partie le recul marqué de la production industrielle enregistré au mois de juillet. Les secteurs des matériaux de base et de la pétrochimie sont particulièrement vulnérables considérant leur faible niveau de marge et la forte intensité énergétique de leur mode de production. Dans le secteur de l'acier, les producteurs se retrouvent asphyxiés par la hausse des coûts de l'énergie, incapables de passer cette inflation aux clients finaux compte tenu de la faiblesse de la demande. Dès lors, les annonces de fermeture de capacités se multiplient en Europe et totalisent désormais 10% de la base installée. La production par four électrique est particulièrement pénalisée compte tenu de sa forte intensité électrique, deux fois supérieure à celle des hauts fourneaux. Dans cet environnement inflationniste, la couverture à terme des besoins énergétiques est primordiale pour poursuivre l'activité. Toutefois, face à une demande en berne, les aciéristes préfèrent parfois monétiser leurs précieuses couvertures en les cédant à d'autres acteurs plutôt que de les utiliser en interne pour gonfler leurs inventaires. La production d'aluminium est également menacée, le métal souvent qualifié d'électricité solide consomme 15 MWh d'électricité par tonne d'aluminium, soit 30 fois plus que pour la production d'une tonne d'acier en four électrique. Actuellement 20% des fonderies d'aluminium sont à l'arrêt en Europe, certains producteurs survivent grâce à leur couverture énergétique mais ces contrats devront progressivement être renégociés drastiquement à la hausse à mesure qu'ils arrivent à échéance. Même au prix plafond d'électricité évoqué de 200 €/MWh, la production d'aluminium ne serait pas rentable sur le sol européen : la facture d'électricité s'élèverait à 3,000 \$ par tonne soit plus que le cours actuel de 2,300 \$/t. Le vide laissé par les producteurs européens est rapidement comblé par la concurrence étrangère, en témoigne la hausse des importations d'aluminium depuis le début de l'année, notamment en provenance de la Chine. Les sociétés qui tirent leur épingle du jeu sont celles qui bénéficient d'une bonne capacité d'adaptation, un thème majeure décliné dans nos perspectives économiques et financières (PEF). A l'image de Norsk Hydro qui satisfait la moitié de ses besoins énergétiques en interne grâce à sa production d'énergie hydraulique. La résolution de la crise énergétique est essentielle pour défendre la compétitivité de l'Europe et encourager à plus long terme la régionalisation des chaînes d'approvisionnement souhaitée par l'Europe pour renforcer sa souveraineté.

Grégoire Du Mesnil

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	16/09/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois	
MSCI EMU	124,1	127,1	123,8	154,1	150,2	-2,4	0,2	-19,5	-17,4	
MSCI EMU Mid Cap	864	893	883	1 094	1 083	-3,3	-2,2	-21,1	-20,3	
MSCI EMU Small Cap	334,0	346,1	374,7	487,4	500,5	-3,5	-10,9	-31,5	-33,3	
MSCI Europe	137,1	141,1	135,9	161,7	153,8	-2,8	0,9	-15,2	-10,9	
France CAC40	6 077	6 212	5 917	7 153	6 623	-2,2	2,7	-15,0	-8,2	
Allemagne DAX30	5 211	5 352	5 378	6 696	6 614	-2,65	-3,1	-22,2	-21,2	
Italie MIB	22 111	22 095	21 789	27 445	25 964	0,1	1,5	-19,4	-14,8	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 237	7 351	7 089	7 385	7 027	-1,6	2,1	-2,0	3,0	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 253	8 482	8 227	8 787	8 238	-2,7	0,3	-6,1	0,2	

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie** la semaine a été baissière, notamment en Chine qui figure une fois de plus parmi les moins bons marchés et continue de creuser sa mauvaise performance accumulée depuis le début de l'année. Malgré des nouvelles plutôt bonnes sur le plan sanitaire (déconfinements de Chengdu et Shanghai), les menaces de sanctions économiques par l'administration Biden continuent d'inhiber les espoirs des investisseurs. En revanche, Singapour surperforme, aidé par la contribution positive des valeurs financières, bénéficiaires de la hausse des taux. Au niveau sectoriel, on note que la finance (environnement de taux favorable), l'énergie (fermeté des prix du pétrole) et la consommation de base (moins exposée au cycle économique) se tiennent relativement bien. A l'inverse, les secteurs les plus exposés au risque de récession (consommation cyclique et technologie) figurent parmi les moins bons secteurs dans la majorité des pays d'Asie. Parmi les nouvelles transverses intéressantes, notons que Vedanta (conglomérat indien) et Foxconn (Taiwan) vont investir près de \$20 Mds en Inde dans un projet de construction de plusieurs unités de production de semiconducteurs et d'écran plats : l'Inde s'emploie ainsi à devenir un acteur clé de la chaîne d'approvisionnement mondiale, tirant part des tensions géopolitiques et de la mise en place d'incitations gouvernementales.

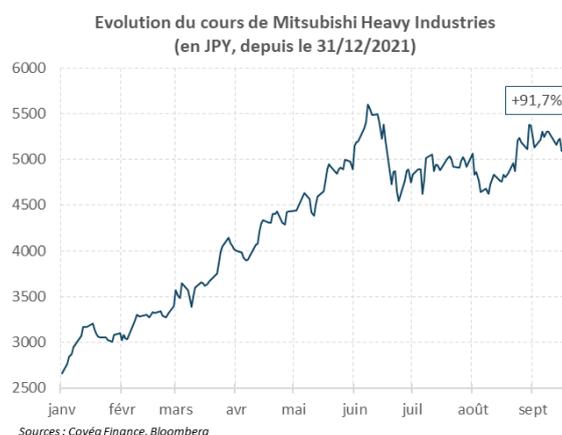
Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 termine la semaine en repli de 4,8%, pénalisé par les mauvais chiffres d'inflation publiés en début de semaine et les craintes concomitantes d'un resserrement monétaire plus sévère et d'une possible entrée en récession. Dans ce contexte, la remontée des taux obligataires (+14bp, à 3,45% pour le bon du Trésor à 10 ans) a desservi les secteurs de croissance (-6,4% pour les services de communication et -6,1% pour les technologiques) ainsi que les valeurs immobilières (-6,7%). Les compartiments cycliques ont aussi subi des dégagements : -6,4% pour les industrielles et -6,7% pour les matières premières. A l'inverse, les compartiments défensifs (consommation courante, santé et services publics) ont mieux résisté : l'énergie, quant à elle, ne recule que de 2,6% grâce à la bonne tenue des prix du pétrole (\$85,1 pour le WTI) dans un contexte marqué par une offre maîtrisée et la perspective d'une reconstitution des stocks stratégiques américains dans un avenir proche. Coté entreprises, FedEx a publié des résultats préliminaires trimestriels très en deçà des attentes et retiré ses prévisions de résultats 2022, alléguant d'une détérioration sensible des tendances économiques aux États-Unis et à l'international (reprise décevante en Chine, difficultés de conjoncture en Europe); les conditions étant susceptibles de se détériorer, la direction a aussi décidé de réduire ses coûts (réduction des heures de travail et fermeture de plus de 90 agences). Cette annonce met en lumière les risques qui pèsent sur les résultats des entreprises.

Le Focus de la semaine : Les exercices militaires en Asie, symboles des tensions géopolitiques

Le jeu d'alliances entre les pays s'exprime notamment à travers des opérations militaires communes et ces dernières semaines de nombreux exercices ont eu lieu en Asie. La Russie et la Chine, aux côtés de douze autres pays, dont une grande majorité de pays émergents, ont lancé en début de mois des exercices militaires de grande ampleur. Parallèlement, dans un contexte de tensions croissantes avec Taiwan, la Chine a réalisé d'importantes démonstrations de force aux frontières de son voisin ilien.

Dans le même temps, les Etats-Unis et la Corée du Sud ont opéré leurs plus importantes manœuvres militaires conjointes depuis 2018. Des réunions de défense ont également eu lieu ces derniers jours entre la Corée du Sud et le Japon, mais également entre l'Inde et le Japon. Notons que l'Inde se trouve dans une position géopolitique délicate, puisque le pays a également participé aux exercices conjoints avec la Russie et la Chine et jongle entre deux blocs d'alliances militaires qui se polarisent inéluctablement. Ainsi, dans ce monde de plus en plus conflictuel, à part l'Inde qui envoie des signaux quelque peu contradictoires, les pays choisissent clairement leur camp : la Chine ou les Etats-Unis.

Dans ce contexte, les pays asiatiques ont annoncé des augmentations de dépenses militaires significatives après une année 2021 déjà à un record historique. La traduction boursière de ces différents événements est bien évidemment la forte hausse des cours des entreprises bénéficiant de cette situation de conflit larvé.



Kenn Gagnon

Adjoint au Responsable d'Equipe Gestion Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	16/09/22	J-7	22/06/2022	31/12/21	T-12 mois	en devise locale			en €				
						J-7	22/06/2022	31/12/21	sur 12 mois	J-7	22/06/2022	31/12/21	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	3 873	4 067	3 760	4 766	4 474	-4,8 ↓	3,0 ↑	-18,7 ↓	-13,4 ↓	-4,5 ↓	8,7 ↑	-7,7 ↓	1,7 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	30 822	32 152	30 483	36 338	34 751	-4,1 ↓	1,1 ↑	-15,2 ↓	-11,3 ↓	-3,9 ↓	6,7 ↑	-3,7 ↓	4,2 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	11 448	12 112	11 053	15 645	15 182	-5,5 ↓	3,6 ↑	-26,8 ↓	-24,6 ↓	-5,2 ↓	9,3 ↑	-16,9 ↓	-11,4 ↓
Japon Nikkei 300	409	416	393	420	436	-1,5 ↓	4,3 ↑	-2,5 ↓	-6,1 ↓	-0,9 ↓	5,4 ↑	-10,4 ↓	-15,3 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 383	2 384	2 343	2 993	3 130	-0,1 ↓	1,7 ↑	-20,4 ↓	-23,9 ↓	-0,6 ↓	-0,7 ↓	-23,1 ↓	-24,5 ↓
Chine - Shanghai	3 126	3 262	3 267	3 640	3 607	-4,2 ↓	-4,3 ↓	-14,1 ↓	-13,3 ↓	-4,9 ↓	-3,0 ↓	-11,4 ↓	-6,0 ↓
Hong Kong Hang Seng	18 762	19 362	21 008	23 398	24 668	-3,1 ↓	-10,7 ↓	-19,8 ↓	-23,9 ↓	-2,8 ↓	-5,8 ↓	-9,6 ↓	-11,4 ↓
Marchés Emergents - MSCI	944	970	994	1 232	1 277	-2,7 ↓	-5,0 ↓	-23,4 ↓	-26,1 ↓	-2,4 ↓	0,2 ↑	-13,0 ↓	-13,1 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Emissions de Scope 4 : le mieux est parfois l'ennemi du bien

Bien que la première édition du *Protocole sur les Gaz à Effet de Serre* date de 2001, de nombreux professionnels ne se sont familiarisés avec le concept d'émissions de périmètre (Scope) 1,2 et 3 que récemment.

Pour rappel, sont réunis dans la classification Gaz à Effet de Serre (GES) :

- Le dioxyde de carbone (CO₂), dont les origines principales sont la combustion des énergies fossiles, l'agriculture et les élevages intensifs ainsi que la déforestation ;
- Le méthane (CH₄) issu de l'élevage des bovins et des ruminants ;
- L'hydrofluorocarbure (HFC) qui provient des exploitations minières et pétrolières ou encore des décharges d'ordures ;
- Le protoxyde d'azote (N₂O) causé par l'industrie automobile entre autres ;
- Le perfluorocarbure (PFC) provoqué par les climatiseurs et les systèmes de froid ;
- L'hexafluorure de soufre (SF₆) qui est présent dans la plupart des appareillages basse, moyenne et haute tension des installations électriques.

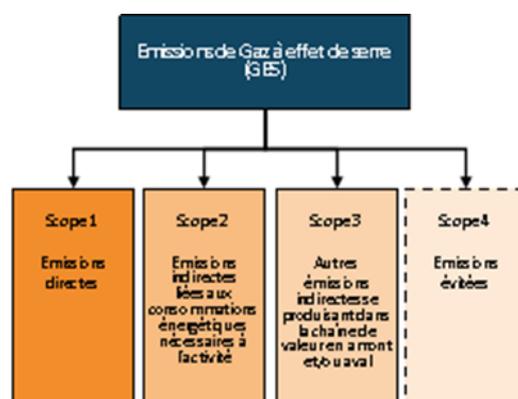
Par ailleurs, les émissions de *Scope 1* correspondent aux émissions directes, autrement dit qui proviennent des sources détenues ou contrôlées (par exemple, les émissions liées à la combustion de carburant des véhicules détenus par l'entreprise). Quant aux émissions de *Scope 2*, celles-ci regroupent les émissions indirectes liées aux consommations énergétiques nécessaires à l'activité (l'électricité achetée ne produit pas de Gaz à Effet de Serre dans les locaux de l'entreprise, mais sa production en amont, elle, en a émis). Les émissions de *Scope 3* couvrent alors toutes les autres émissions indirectes qui se produisent dans la chaîne de valeur élargie d'une entreprise, en amont et/ou en aval (cela inclut les voyages d'affaires ou encore les émissions générées pendant la phase d'utilisation d'un produit).

Ces concepts à peine maîtrisés – puisque de nombreuses entreprises peinent encore à couvrir entièrement leur périmètre d'activités par les *Scope 1* et 2, et d'autant plus à identifier et quantifier leurs émissions de *Scope 3* – certains évoquent désormais l'introduction d'émissions de *Scope 4*, **qui permettraient de rendre compte des émissions évitées**. En 2013, le *Protocole sur les Gaz à Effet de Serre* avait défini les émissions évitées comme des réductions d'émissions qui se produisent en dehors de la chaîne de valeur d'un produit, mais qui résultent de l'utilisation du produit. Les détergents à basse température, les pneus « verts » à faible consommation de carburant et les services de téléconférence sont de bons exemples.

La proposition de généraliser le reporting des émissions de *Scope 4* repose donc sur l'idée qu'une innovation est susceptible d'augmenter les émissions de l'entreprise pendant sa période de développement, en raison de la nécessité éventuelle de se doter d'une nouvelle usine de fabrication par exemple – mais il est probable qu'un plus grand volume d'émissions sera évité pendant la phase d'utilisation du produit grâce à une efficacité accrue. Les émissions de *Scope 4* traduiraient ainsi notre capacité à accepter quelques milliers de tonnes de Gaz à Effet de Serre en plus dans le présent, dans le but d'en voir disparaître à plus forte raison dans le futur ; ce qui s'appliquerait très bien au développement de l'avion à hydrogène par exemple.

Bien que ce rationnel soit pertinent, il pourrait également ouvrir la porte au *greenwashing*. En effet, les émissions de *Scope 1*, 2 et 3 permettent de saisir toute l'ampleur de l'empreinte carbone d'une entreprise. Certaines entreprises pourraient être tentées de se servir des émissions de *Scope 4* pour « compenser » ou atténuer l'impact de leurs émissions directes et indirectes aux yeux des investisseurs, et ainsi, détourner l'attention de la réduction en propre de leurs émissions qui doit rester une priorité absolue.

En l'absence d'une méthodologie normative définie pour le moment, et compte tenu du fait que les limites des émissions de *Scope 3* soient encore débattues, il convient alors de rester prudents à l'égard des entreprises qui prennent l'initiative de rapporter des émissions de *Scope 4*, et ce d'autant plus si elles ne sont pas corroborées par la capacité de l'entreprise à innover en termes d'efficacité énergétique.



Andréa Lemaire-Suau

Analyste financier et extra financier

Suivi Macroéconomique

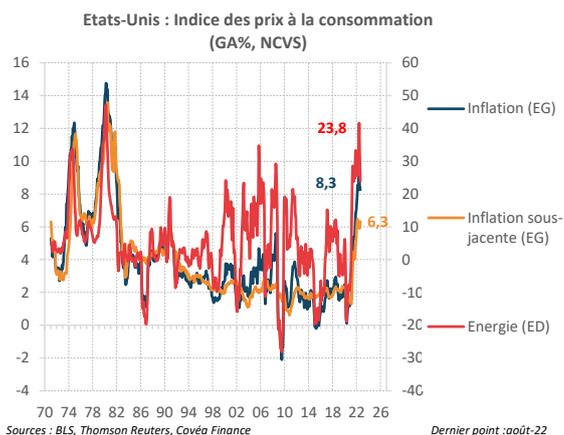
États-Unis

« L'inflation sous-jacente rebondit nettement en août »

La pression ne baisse pas sur les prix. L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation a progressé de 0,1% en glissement mensuel en août et enregistre une légère modération de sa croissance annuelle qui s'établit à 8,3%, après 8,5% en juillet. Cette modeste décru est entièrement liée au recul des prix de l'énergie qui enregistrent une baisse de 5% en glissement mensuel et affichent une croissance annuelle désormais de 23,8%, contre 32,9% en juillet. Les prix alimentaires ne montrent pas pour le moment de signes d'inflexion, avec une nouvelle hausse de 0,8% sur le mois. **Mais la déconvenue principale de ce rapport concerne l'inflation sous-jacente, qui rebondit en août de 0,6% en glissement mensuel.** La décélération enregistrée en juillet (+0,3%) n'aura donc pas duré. La croissance annuelle des prix hors alimentation et énergie repart ainsi en hausse à 6,3%, après 5,9% en juin et juillet. Cette accélération est

imputable à la fois aux biens hors alimentation et énergie (+0,5% sur le mois), avec notamment une progression des prix des véhicules neufs (+0,8%), mais aussi et surtout à la composante services hors énergie (+0,6%). Celle-ci est tirée par la sous-composante logement, qui représente près d'un tiers de l'indice des prix et qui s'inscrit en hausse de 0,7% sur le mois. Les prix des services de santé affichent également une progression marquée (+0,7% sur le mois) et les prix des services de transport progressent de 0,5%, malgré le nouveau recul des prix des billets d'avion (-4,6% sur le mois). La diffusion de la hausse des prix dans les services dont fait part cette publication devrait conduire la Réserve fédérale à maintenir un rythme soutenu de resserrement monétaire et procéder à une nouvelle hausse de 75 points de base lors de la réunion du 20-21 septembre.

A l'instar des prix à la consommation, la dynamique des prix à la production demeurent soutenue. L'indice des prix a reculé de seulement 0,1% en glissement mensuel, malgré le repli de 6% des prix de l'énergie. Hors énergie et alimentation, les prix progressent de 0,4% sur le mois. En rythme annuel, la croissance des prix à la production décélère quelque peu, mais reste élevée à 8,7%, tandis que les prix hors alimentation et énergie affichent une croissance de 7,3%.



Sources : BLS, Thomson Reuters, Covéo Finance

Dernier point : août-22

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Indice de confiance NFIB	Indice	août-22	91,8	89,9	99,6	98,8
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	août-22	3,7	3,8	-7,0	4,9
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	sept-22	59,5	58,2	81,5	77,6
Ventes au détail	Val, CVS, GA%	août-22	9,1	10,1	0,6	19,7
Inflation	IPC, GA%, NCVS	août-22	8,3	8,5	1,2	4,7
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	août-22	6,3	5,9	1,7	3,6

*Du 12/09/2022 au 18/09/2022

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Sur le plan social, les principales compagnies ferroviaires et les représentants des syndicats sont finalement parvenus à un accord salarial permettant d'éviter une grève des chemins de fer qui aurait généré de nouvelles perturbations sur les chaînes d'approvisionnement. L'accord de principe, qui couvre rétroactivement la période 2019-2024 et concerne 115 000 travailleurs syndiqués, doit désormais être ratifié par les membres des différents syndicats. Le texte prévoit une augmentation de salaire de 14,1% immédiate, puis de 4% en juillet 2023 et 4,5% en juillet 2024, ainsi que 5 paiements annuels de 1000\$. **Autant de dispositions qui ne manqueront pas d'alerter les**

dirigeants de la Réserve fédérale quant au risque d'effets de second tour sur l'inflation via les salaires.

Les données d'activité publiées cette semaine font part d'une dynamique mitigée. La production industrielle a reculé de 0,2% en glissement mensuel en août, sous l'effet d'un repli de 2,3% des services aux collectivités. La production minière est restée stable, tandis que le secteur manufacturier affiche un gain modeste (+0,1%). Si les productions de machines et de produits électroniques se sont bien comportées (+1% et +1,3% respectivement), la production de véhicules routiers s'est dégradée après la bonne performance de juillet (-1,4%, contre 3,2%). **Ces données suggèrent une modération de la dynamique, ce que confirment les données d'enquête du mois de septembre.** L'indicateur manufacturier de la Fed de Philadelphie est ainsi passé de 6,2 à -9,9 points et décrit désormais une contraction de l'activité. L'indice de la Fed de New York s'est redressé mais reste sur des niveaux dégradés (-1,5).

Du côté du consommateur, les ventes au détail ont modestement progressé en août (+0,3% en glissement mensuel en valeur), pénalisée par une chute de 4,5% des achats de carburants reflétant essentiellement le recul des prix. Les ventes hors carburants, véhicules et matériaux de construction (groupe de contrôle permettant d'approcher la tendance sous-jacente) affichent un gain modeste de 0,2% pour le 2ème mois consécutif. La croissance annuelle des ventes s'établit à 9,1% en valeur, un rythme essentiellement porté par un effet prix.

L'indicateur de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan progresse très faiblement en septembre et demeure sur un niveau historiquement bas, dans un contexte de fortes incertitudes quant à l'évolution de la situation économique. Le repli des prix de l'énergie, visible dans les prix des carburants, entraîne un recul des anticipations d'inflation des ménages, qui restent toutefois à un niveau élevé.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



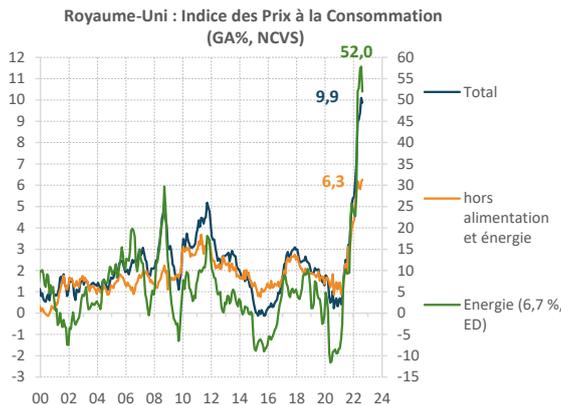
Suivi Macroéconomique

Europe

« La Commission dévoile son plan d'urgence face à la crise énergétique »

La Commission européenne a dévoilé le 14 septembre un plan d'urgence pour faire face à la crise énergétique. Le premier volet de ce plan comprend des mesures visant à redistribuer les recettes excédentaires des entreprises du secteur énergétique vers les ménages et entreprises en difficulté face à la hausse des prix. Les recettes des producteurs d'électricité (autres que les centrales à gaz) pourront être plafonnées à 180€/MWh, permettant aux Etats membres de capter les profits dépassant ce montant. Ce plafond est raisonnablement élevé pour permettre aux producteurs de couvrir leurs coûts d'exploitation tout en leur laissant des marges de manœuvre financières suffisantes pour de nouveaux investissements. Selon la Commission, cette mesure pourrait rapporter 117Mds€ qui seront utilisés pour aider les consommateurs d'énergie à faire baisser le montant de leurs factures. Par ailleurs, la Commission européenne propose que les entreprises

des secteurs du pétrole, gaz, charbon et raffinage -qui ne sont pas couvertes par le plafond sur les recettes excédentaires, pourront être soumises à une contribution exceptionnelle. Cette contribution prendrait la forme d'une ponction d'au moins 33% des bénéfices de l'année 2022 excédant de plus de 20% les bénéfices moyens des trois années précédentes et permettrait aux Etats membres de collecter 25Mds€ supplémentaires. Outre ces mesures de redistribution des recettes excédentaires, Bruxelles propose également des mesures visant à réduire la demande d'électricité. La Commission souhaite imposer aux Etats membres une réduction d'au moins 5% de la consommation d'électricité durant les heures de la journée où les prix sont au plus haut. De plus, elle propose que les Etats membres se fixent un objectif de réduction de la demande globale d'au moins 10% jusqu'au printemps 2023. L'ensemble de ces propositions sera négocié entre les 27 pays de l'UE, en amont de la réunion des Ministres de l'énergie qui se tiendra le 30 septembre. Enfin, aucune mesure concrète concernant le plafonnement du prix du gaz importé de Russie n'a été proposée par la Commission européenne pour le moment.



Sources : ONS, Covéa Finance. début de la série en 1996 Dernier point août 22

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
AL	ZEW	Indice	sept.-22	-61,9	-55,3	40,6	54,9
IT	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	juil.-22	-1,2	-0,9	-11,0	11,7
	Taux de chômage	% de la pop. active	juil.-22	3,6	3,8	5,1	4,0
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	juil.-22	1,1	2,3	-8,4	5,1
RU	Inflation	IPC, NCVS, GA%	août-22	9,9	10,1	0,9	2,6
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	août-22	6,3	6,2	1,4	2,4

*Du 12/09/2022 au 18/09/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

En parallèle du plan d'urgence proposé par la Commission, **la France a annoncé de nouvelles mesures visant à soutenir les consommateurs en raison de la crise énergétique, pour un montant de 45Mds€.** Le bouclier tarifaire sur les prix du gaz et de l'électricité, qui devait initialement prendre fin au 31 décembre 2022, sera finalement prolongé en 2023. Néanmoins, les conditions de ce bouclier tarifaire seront moins favorables puisque la hausse des prix du gaz et de l'électricité sera limitée à 15% en 2023 contre 4% en 2022. Par ailleurs, des chèques « énergie » à destination des 12 millions de foyers les plus modestes seront distribués d'ici la fin de l'année.

Les données de production industrielle du mois de juillet en Zone euro sont mal orientées. La production industrielle de la Zone s'est repliée de -2,3% en glissement mensuel en juillet et de -2,4% en glissement annuel (GA), une dynamique qui s'explique par la forte baisse de la production de biens d'équipements (-5,4% en GA). La production industrielle en Allemagne, France et en Italie montre des signes d'essoufflements (-1%, -1,2% et -1,4% respectivement en GA) tandis qu'elle poursuit sa dynamique haussière en Espagne (+4,9%).

Au Royaume-Uni, après avoir reculé de 0,6% en juin, le Produit Intérieur Brut britannique progresse de 0,2% en juillet, tiré à la hausse par les services, notamment ceux liés au tourisme. Sur la même période, les ventes au détail enregistrent un net recul (-1,6%), retrouvant ainsi presque les niveaux d'avant crise et illustrant une rotation des biens vers les services. Dans le reste de l'économie, la production manufacturée ne progresse que faiblement (+0,1%) tandis que la construction enregistre un second mois consécutif de recul (-0,8%). Du côté du marché du travail, le taux de chômage poursuit son recul pour atteindre 3,6% en moyenne sur les trois derniers mois menant à juillet. Le marché du travail demeure très tendu mais montre des signes de ralentissement. Le taux de participation recule sur le mois tandis que le nombre d'emplois vacants, même s'il demeure historiquement élevé, enregistre son plus fort recul mensuel depuis juin 2020. Du côté des salaires, la progression annuelle du salaire moyen reste élevée à 5,2%, un niveau qui ne suffit toutefois pas à compenser la forte hausse de l'inflation. Cette dernière, bien qu'en ralentissement en août, reste élevée à 9,9% en glissement annuel après 10,1% en juillet. Ce ralentissement est imputable à la baisse du prix des carburants dans le pays. L'inflation hors alimentation et énergie enregistre néanmoins une légère accélération, traduisant la diffusion de la hausse des prix dans l'ensemble de l'économie.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



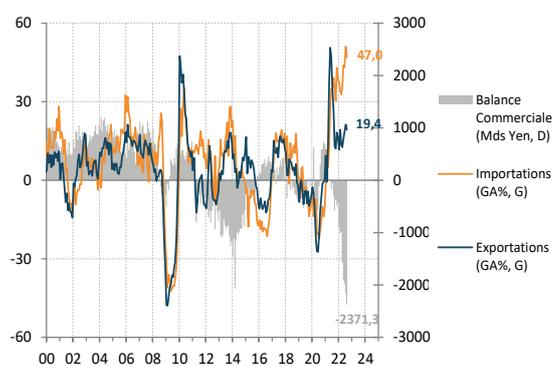
Suivi Macroéconomique

Asie

« Au Japon, la dépréciation du yen continue de peser sur la balance commerciale »

Le déficit commercial japonais atteint un nouveau record en août à 2 371 Mds de yen (16,5 Mds\$, corrigé des variations saisonnières). La dégradation de la balance commerciale continue de refléter principalement les conséquences de la hausse des prix de l'énergie et des matières premières ainsi que de la dépréciation du yen. En effet, la croissance des importations est de 47% en glissement annuel en valeur contre 0,3% en volume. Toutefois, la dynamique des importations en août a aussi été tirée par la hausse des importations de machines, ce qui semble de bon augure pour alimenter la reprise de l'investissement privé au Japon – qui reste toujours bien inférieur au niveau d'avant-crise. La dynamique des exportations reste bien plus faible avec une croissance de 19,4% en glissement annuel en valeur qui masque également un effet prix important puisque les exportations sont en déclin de 3,2% en volume. Cette moindre dynamique semble notamment refléter la modération de la demande internationale, déjà identifiée dans les enquêtes PMI, et ce en particulier concernant les biens électroniques tels que les semi-conducteurs.

Japon : Commerce Extérieur (Valeur, AVS)



Sources : MoF, Thomson Reuters, Covéo Finance

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
JP	Exportations	Val, CVS, GA%	août-22	19,4	21,3	-11,4	21,7
	Importations	Val, CVS, GA%	août-22	47,0	51,0	-14,1	25,0
CH	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	août-22	5,8	5,7	2,9	4,9
	Prod. Industrielle	Val, NCVS, GA%	août-22	4,2	3,8	3,4	9,3
	Ventes au détail	Val, NCVS, GA%	août-22	5,4	2,7	-2,9	12,4

*Du 12/09/2022 au 18/09/2022

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

présument qu'elles étaient fabriquées par du travail forcé.

Sur le plan géopolitique, Vladimir Poutine, Xi Jinping et Narendra Modi se sont retrouvés en Ouzbékistan pour le sommet de l'Organisation de coopération de Shanghai. Le président Xi Jinping a ainsi choisi cette échéance pour effectuer sa première sortie du territoire chinois en plus de deux ans ce qui peut apparaître comme un signe supplémentaire de rapprochement entre la Chine et la Russie. Toutefois, sans être particulièrement véhéments, les dirigeants chinois et indien ont exprimé leurs préoccupations concernant le conflit ukrainien.

Après les Etats-Unis, l'UE prépare des mesures ciblant les biens fabriqués via du travail forcé dans le Xinjiang. La Commission européenne a proposé mercredi une interdiction de tous les produits fabriqués en recourant au travail forcé à n'importe quel stade de leur production, fabrication, récolte ou extraction. L'an passé, les Etats-Unis avaient déjà légiféré de manière plus appuyée sur cette question à travers le « Uighur Forced Labor Prevention Act » qui interdisait l'importation de marchandises en provenance du Xinjiang,

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

Chine : l'activité économique rassure quelque peu dans un contexte difficile

L'économie chinoise reste affectée par de nombreux vents contraires ...

(i) **Le maintien de difficultés sanitaires et la mise en place de restrictions drastiques dans le cadre de la politique zéro-Covid du gouvernement reste la principale source d'incertitude sur l'économie chinoise.** Si les autorités ont annoncé la fin du confinement de la mégapole de Chengdu et que le nombre de contaminations est en baisse depuis le début du mois, le pays reste vulnérable à un rebond de l'épidémie notamment parce que la population chinoise est relativement moins vaccinée et que l'efficacité des vaccins est plus faible que dans les pays occidentaux.

(ii) **La dégradation du secteur immobilier continue de peser lourdement sur les données d'activité.** Cette modération est initialement liée aux initiatives prises par le gouvernement pour lutter contre la spéculation immobilière, la perte de pouvoir d'achat des ménages face à l'envolée des prix et surtout l'endettement privé excessif en Chine – dont la gestion reste un des principaux enjeux de moyen-long terme pour l'économie chinoise. Toutefois, si l'économie affichait un dynamisme prononcé en 2021 lors de la mise en place de ces mesures et semblait alors peu vulnérable, les difficultés auxquelles elle est confrontée en 2022 sont désormais amplifiées par le déclin de l'immobilier et vice versa. Les récents soutiens budgétaires et monétaires annoncés par les autorités n'ont, pour l'heure, pas réussi à endiguer la dégradation du secteur : l'investissement dans l'immobilier est en baisse de 13,8% en glissement annuel (GA) en août, les prix des nouvelles habitations continuent de décliner (-1,3% en GA) alors que les mises en chantier et les ventes restent également mal orientées. Outre ses conséquences sur l'activité, la dégradation de l'immobilier fait peser un risque financier visible à la fragilité des principaux acteurs du secteur ou encore dans la mesure où l'immobilier reste le principal actif des ménages.

(iii) **L'économie chinoise est également confrontée au recul de la demande internationale** face à l'inflation, au resserrement des politiques économiques et à la rotation de la demande vers les services. Le commerce extérieur, qui avait été l'un des principaux moteurs de la croissance économique en 2021, commence en effet à montrer des signes de modération en août qui devraient se maintenir au cours du deuxième semestre 2022.

(iv) **Le maintien de tensions géopolitiques** – en particulier sur la question taïwanaise – et la relation conflictuelle avec les États-Unis restent également des sources d'incertitudes majeures sur les perspectives chinoises, notamment en lien avec la menace de la mise en place de nouvelles sanctions économiques.

(v) **Enfin, la Chine s'est vue confrontée à des difficultés climatiques** à travers les vagues de chaleur historique qui ont frappé le pays en août, affectant la production hydroélectrique et l'agriculture.

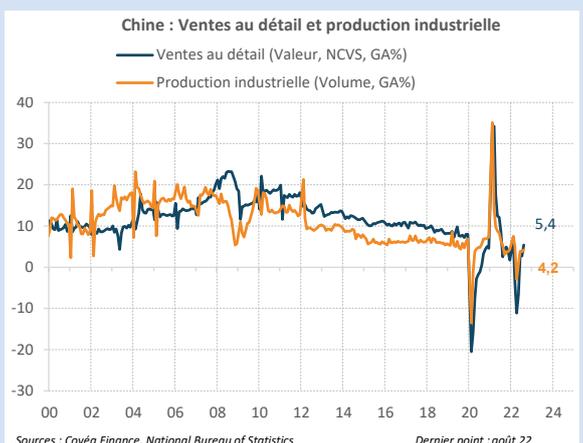
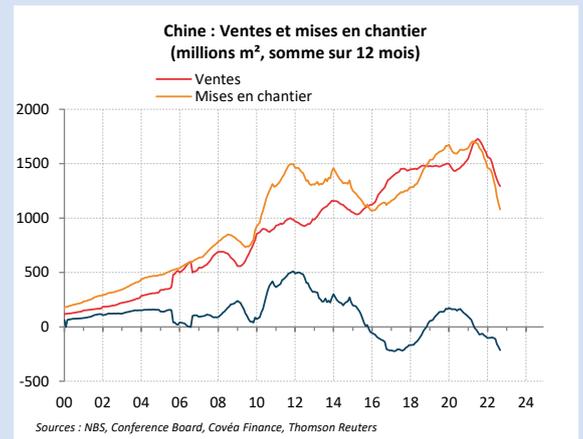
Dans ce contexte, les autorités ont amplement renforcé les soutiens des politiques budgétaires, principalement à travers la hausse des dépenses en infrastructures, et monétaires, via des baisses de taux et des soutiens ciblés.

... mais les données économiques (hors immobilier) d'août surprennent à la hausse

Dans le contexte délicat décrit plus haut, **la bonne orientation des données d'août semble particulièrement favorable au gouvernement à quelques semaines du XXème congrès du parti communiste** qui verra s'opérer un large remaniement au niveau des postes clés et qui devrait voir Xi Jinping être confirmé pour un 3ème mandat. Cette échéance centrale de la vie politique chinoise pourrait également donner lieu à de nouvelles orientations politiques.

Ce dynamisme de l'activité est particulièrement visible au niveau de la production industrielle qui affiche une progression solide de 4,2% en GA après 3,8% en juillet. La dynamique de l'activité manufacturière s'est redressée après la modération de juillet, principalement tirée par la production automobile, qui continue de bénéficier du soutien gouvernemental à l'achat de véhicule, et la production énergétique a également accéléré.

De façon plus surprenante dans un contexte d'incertitudes sanitaires, la consommation des ménages s'est inscrite en nette progression. La croissance annuelle des ventes au détail a accéléré à 5,4% en valeur en août contre 2,7% en juillet, notamment soutenue par le dynamisme des activités de restauration et traiteurs ainsi que des ventes de véhicules. Les confinements localisés décrétés en août semblent donc avoir eu un effet relativement modéré sur la consommation mais cette accélération des ventes en glissement annuel est également le reflet d'un effet de base défavorable : en août 2021, la consommation avait en effet été affectée par la progression du variant delta durant ce mois.



Suivi Macroéconomique

Du côté des investissements, la dégradation du secteur immobilier a été plus que compensée par le dynamisme de l'investissement manufacturier (+10,6% en GA en août) – notamment dans le secteur de l'automobile et des machines et équipements – et de l'investissement en infrastructure (+14,2%). Ces derniers ont bénéficié du soutien massif des autorités au cours des derniers mois et en particulier de la hausse du quota d'émissions d'obligations spéciales des gouvernements locaux dont le total devrait atteindre 4 150 Mds RMB sur l'année (591,7 Mds\$).

Si ces données économiques rassurent quelque peu sur la résistance de l'activité, elles n'effacent pas le voile d'incertitude que font planer les vents contraires précédemment évoqués sur les perspectives économiques, d'autant que les données économiques publiées par les autorités chinoises restent sujettes à certaines réserves.

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.