

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

26 février 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Retour vers le privé

L'annonce, le 13 février dernier, du projet de rachat de la société Believe par son fondateur et deux fonds d'investissement interpelle. Believe est une société française de musique numérique, spécialisée dans la distribution des artistes et labels. Depuis son introduction en juin 2021 sur Euronext, le cours de bourse a perdu jusqu'à la moitié de son prix d'introduction de 19,50€. Le prix proposé de rachat à 15€ est très inférieur au prix d'introduction. La société estime pourtant avoir dépassé ses objectifs affichés lors de sa mise sur le marché, gagnant des parts de marché, améliorant ses marges et affichant une croissance organique soutenue (+30% en 2022 et +15% en 2023).

Le cas de Believe soulève plusieurs sujets, notamment le désintéressement des investisseurs pour les petites et moyennes sociétés cotées dans un contexte de montée en puissance de la gestion passive. Il interroge également sur les conditions d'un bon déroulement du parcours boursier, notamment le niveau de prix de la cotation initiale, la présence au capital d'actionnaires de long terme et le suivi de la recherche. L'opportunité d'une cotation en bourse pour les sociétés dont l'historique est relativement récent reste à démontrer, surtout pour celles qui ont besoin de lever des capitaux ultérieurement pour financer leur croissance ou encore souhaitent faire des acquisitions. L'attractivité des marchés cotés européens notamment pour les futures licornes se pose.

Les licornes*, nouveaux modèles d'entreprises le plus souvent soutenues par des fonds d'investissements dès leur phase d'amorçage, ont plusieurs options pour poursuivre leur croissance. Elles peuvent se faire racheter par un partenaire industriel ou stratégique, par un autre fonds prenant le relais de leur croissance ou s'orienter vers une cotation. Dans un contexte de besoin de financement massif des transitions écologique, numérique et industrielle, il est nécessaire d'optimiser l'accès au financement des jeunes pousses en s'assurant du bon fonctionnement de ces différents circuits de financement. Il s'agit d'un enjeu de souveraineté pour l'Europe de pouvoir offrir à celles-ci un marché boursier européen capable de soutenir leurs ambitions.

Alors que le marché mondial des fusions et acquisitions a chuté de 17% en 2023, son niveau le plus bas depuis 10 ans, avec un recul encore plus marqué de 28% sur l'Europe, les fonds d'investissement disposent de niveaux records de réserve de capital disponible. Les interventions « opportunistes » de la part des fonds d'investissement sur les entreprises cotées pourraient donc se multiplier en 2024.

* Une licorne est une jeune entreprise, non cotée en bourse, dont la valorisation est estimée à plus d'un milliard de dollars.

Xavier Simler

Responsable du pôle Multigestion



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

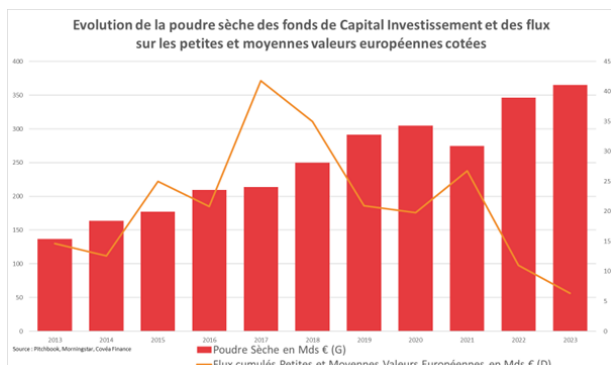
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« Des fonds de Capital Investissement à l'affût des petites et moyennes valeurs cotées ... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	23/02/24	09/11/23	T-12 mois	09/11/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,082	1,067	1,060	1,4	2,1
€ / £	0,854	0,873	0,882	-2,2	-3,2
€ / Yen	162,86	161,46	142,70	0,9	14,1
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	82	80	82	2,0	-0,7
Indice CRB*	521	534	551	-2,4	-5,4
Prix de l'once d'Or	2 039	1 970	1 818	3,5	12,1
Prix de la tonne de cuivre	8 568	8 147	8 904	5,2	-3,8
Indice Baltic Dry**	1 866	1 598	816	16,8	128,7
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2110	1030	947	104,8	122,9

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

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les rendements obligataires ont terminé la semaine en baisse des deux côtés de l'Atlantique grâce au rallye observé vendredi. Si le thème majeur demeure le calendrier des baisses de taux directeurs en Zone euro, une certaine cacophonie persiste parmi les déclarations des membres du conseil des gouverneurs de la BCE. Les investisseurs semblent avoir accordé plus de crédit aux propos accommodants, à l'instar de ceux de Christine Lagarde concernant le ralentissement de la croissance des salaires encourageant ou de ceux du portugais Mario Centeno pour qui l'inflation et la croissance seraient inférieures aux prévisions de l'institution. Les taux à 10 ans du Bund et de l'OAT se sont ainsi détendus de 5 pb à respectivement 2,36% et 2,83% tandis que le BTP affiche la meilleure performance de la Zone avec un rendement en baisse de 9 pb à 3,80%. Les primes de risque du crédit se sont resserrées (-2 pb pour l'indice iTraxx Main, -7 pb pour l'indice Xover) avec un marché primaire actif, totalisant toutefois des volumes moindres que ceux des deux semaines précédentes (12 Mds€ vs 17 Mds et 15 Mds). Les émissions de dette d'entreprise ont été majoritaires (60% vs 40% de financières).

Le Focus de la semaine : Entre immobilier et inflation, un fin pilotage de la politique monétaire de la Riksbank

La saison de publication des résultats du 4ème trimestre 2023 fait office de piqûre de rappel pour les marchés. L'augmentation significative des provisions pour pertes de crédit, parfois jumelée à des mesures complémentaires comme la réduction du dividende, de certaines banques américaines et européennes ont alimenté un thème déjà identifié en début d'année 2023, à savoir le potentiel impact sur le secteur bancaire des difficultés du marché de l'immobilier notamment commercial.

La Riksbank, la banque centrale suédoise, suit attentivement ce risque. En Suède, les ménages sont fortement endettés et, essentiellement, à taux fixe sur de courtes périodes. En effet, l'endettement des ménages atteint 190% de leur revenu disponible et environ 40% des prêts hypothécaires ont une période de taux fixe inférieure ou égale à 2 ans. Les sociétés immobilières cotées sont par nature endettées. La dette existante du secteur atteint 1800 milliards de couronnes (soit 175 Mds\$), soit l'équivalent de 30% du PIB du pays. Ces sociétés se financent aux deux tiers auprès des banques et la maturité moyenne de leurs dettes est autour de 3 à 4 ans.

Ces deux acteurs sont donc sensibles à l'évolution des taux d'intérêt, toute hausse impactant négativement leurs profils financiers. Or, en réponse à une inflation persistante, la Riksbank a entrepris, depuis fin avril 2022, un durcissement de sa politique monétaire, notamment en relevant son taux directeur de 400 points de base pour le fixer à 4% en septembre 2023. Dans son rapport de stabilité financière publié en novembre 2023, la banque centrale estime qu'à fin septembre, environ 70% de la hausse attendue des taux hypothécaires ont été retransmis aux particuliers. Or le taux moyen des prêts hypothécaires en circulation a plus que doublé entre janvier 2022 et fin septembre 2023, passant de 1,5% à 3,7%, sous l'effet du triplement du taux moyen des nouveaux prêts hypothécaires et des renégociations. Les sociétés immobilières font également face à un environnement plus difficile. Le taux moyen des prêts accordés à ces sociétés est passé de 1,5% début 2022 à 3,5% à fin septembre 2023, avec une grande disparité (de 2% à 6,3% selon les émetteurs). Dans le même temps, la couverture des charges d'intérêt par le résultat opérationnel se dégrade, passant d'un ratio supérieur à 4x contre 2,4x à fin septembre 2023. Enfin, ces sociétés sont, de plus, confrontées à d'importants remboursements de dettes, supérieurs à 100 Mds SEK* chaque année, entre 2024 et 2026.

Mais pour l'heure, le secteur bancaire se montre, lui, plus résilient. L'exposition des banques nordiques à l'immobilier est pourtant supérieure à 20% du total des prêts des banques, plaçant la Suède en seconde position derrière l'Allemagne en matière d'exposition à ce marché. Une décomposition plus fine montre une exposition à l'immobilier résidentiel de 8% tandis que l'immobilier commercial atteint environ 12%. Ce dernier sous-segment est particulièrement significatif en termes d'exposition puisqu'en moyenne l'immobilier commercial représente, en Europe, 8% du total des prêts. Toutefois, le ratio des prêts sur la valeur des actifs sous-jacents (LTV) s'avère être relativement faible, autour de 50%, et traduit une exposition plutôt saine au secteur. D'ailleurs, les banques nordiques ont réussi les tests de résistance de la Riksbank, y compris dans un scénario adverse comprenant une baisse de 38% du marché immobilier sur 2 ans. Bien que l'inflation se modère depuis son pic à 10,3% fin 2022, la cible d'inflation (2%) n'est pas encore atteinte (2,3% à fin 2023). Dans ce contexte, la banque centrale a recours à d'autres outils pour piloter sa politique monétaire, notamment des interventions sur le marché des changes. Ses interventions, fin 2023 et début 2024, ont permis de modérer l'inflation importée et de soulager les ménages et les sociétés financières en ne durcissant pas davantage sa politique monétaire par une nouvelle augmentation des taux directeurs.

La Riksbank doit donc opter pour un pilotage fin de sa politique monétaire pour combattre l'inflation sans déstabiliser certains acteurs économiques du pays.

*SEK = Couronne suédoise

Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)	
	12/01/24	J-7	09/11/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y	
Taux directeurs												
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	4,50	4,50	0,00	⇒	1,00	⇒	1,00	↑	
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	2,50	2,50	0,00	⇒	0,00	⇒	2,00	↑	
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	2,00	2,00	0,00	⇒	0,00	⇒	2,00	↑	
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	3,50	3,50	0,00	⇒	0,00	⇒	1,75	↑	
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒	
Taux 10 ans												
Etats-Unis	3,94	4,05	4,62	3,87	3,44	-11	↓	-69	↓	6	↑	50
Allemagne	2,18	2,16	2,65	2,57	2,16	3	↑	-46	↓	-39	↓	3
France	2,68	2,70	3,23	3,12	2,62	-2	↓	-55	↓	-44	↓	6
Italie	3,73	3,85	4,51	4,72	4,00	-12	↓	-78	↓	-98	↓	-27
Royaume-Uni	3,79	3,79	4,27	3,67	3,41	1	↑	-48	↓	12	↑	38
Japon	0,61	0,61	0,84	0,42	0,51	0	↓	-23	↓	19	↑	10
Crédit												
Indice Itraxx Main	60,0	63,7	75,6	90,6	80,2	-3,7	↓	-15,6	↓	-30,6	↓	-20,1
Indice Itraxx Crossover	321,5	339,0	408,2	474,1	414,8	-17,5	↓	-86,8	↓	-152,6	↓	-93,3

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 :

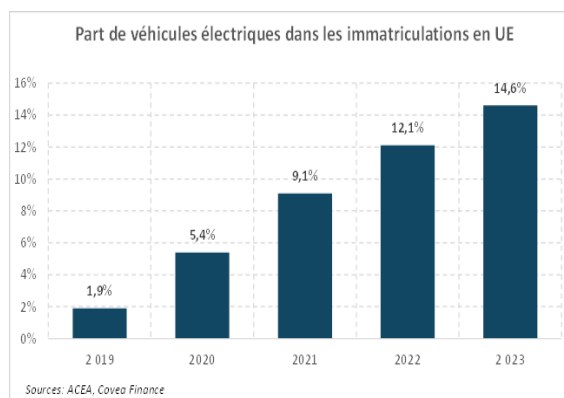
Le MSCI Europe dividendes non réinvestis réalise une cinquième semaine de hausse consécutive et atteint un plus haut historique à 167 points la semaine dernière. Les performances sectorielles sont rythmées par la saison de publication des résultats annuels et la communication autour des perspectives d'activité. Le secteur de la consommation discrétionnaire se démarque à la hausse, avec une progression de +2,6% la semaine écoulée grâce à de solides résultats et de généreux retours de trésorerie à l'actionnaire à l'image des hôteliers Intercontinental et Accor et du constructeur automobile Mercedes-Benz Group. L'industrie enregistre la seconde meilleure performance avec une hausse de +1,9%, portée par de bons résultats dans l'aéronautique (Rolls Royce), les services (Bureau Veritas) et les sociétés d'infrastructure (ADP). Peu de secteurs dans le rouge si ce n'est l'immobilier et les services aux collectivités qui prolongent leur sous-performance. Le premier reste pénalisé par la remontée des taux longs depuis le début de l'année et le second subit en plus la baisse des prix de l'électricité dans le sillage du repli des prix du gaz et du carbone.

Le Focus de la semaine : L'électrification du parc automobile européen est un enjeu industriel majeur

Le parc automobile au sein de l'Union Européenne (UE) comptait 252 millions de véhicules en circulation en 2022, dont 1,5% de voitures électriques selon les données de l'Association des constructeurs automobiles européens (ACEA). 1,5 million de véhicules électriques additionnels ont été mis en circulation en 2023, soit une variation annuelle de +37%. Désormais une voiture neuve sur sept vendue au sein de l'UE est 100% électrique et ses ventes ont dépassé la motorisation diesel l'an passé.

Toutefois, ces chiffres ne doivent pas masquer un ralentissement des ventes de modèles électriques observé depuis septembre dernier. A titre d'illustration, cette catégorie a vu ses ventes reculer d'une année sur l'autre de 17% en décembre. L'Allemagne en est le principal responsable, en tant que premier marché de véhicules électriques neufs au sein de l'UE. La décision du gouvernement allemand d'arrêter les subventions pour l'achat de ce type de véhicule a conduit à un effondrement des ventes de 48% dans le pays sur le seul mois de décembre 2023. Ces aides soulignent un des défis liés à son adoption de masse : l'écart de prix avec les motorisations thermiques et la nécessité d'inclure un bonus écologique pour le rendre attractif. A cela s'ajoute d'autres obstacles comme la volatilité de la valeur résiduelle du véhicule, un élément qui déplaît aux professionnels. Il est important lorsqu'on sait que deux voitures neuves sur trois sont achetées par des gestionnaires de flotte (loueurs automobiles et entreprises). Enfin, des efforts doivent être déployés par les fabricants de batteries pour améliorer leur autonomie et par les pouvoirs publics pour installer davantage de bornes de recharge rapide.

Ayant dit cela, la volonté d'électrifier le parc automobile reste intacte, nécessaire pour atteindre l'objectif de neutralité carbone fixé par les Etats. En plus d'améliorer la qualité de l'air, l'industrie automobile participe aussi à la réindustrialisation de la zone grâce au soutien des directives de la Commission européenne (« Green Deal », « Critical Material Act ») et des aides pour la construction de nouvelles usines. Fin 2022, l'UE comptait 213 centres de production (automobile et batterie) contre 194 à fin 2021 selon l'ACEA. De nouvelles unités sont en cours de construction. L'entreprise taïwanaise ProLogium Technologies, spécialisée dans les batteries va recevoir 1,5 milliard d'euros de subventions en 2023 pour aider son installation à Dunkerque. Automotive Cells Company (ACC) a reçu de son côté une subvention de 846 millions d'euros pour la construction d'un centre de production en France. D'autres usines ACC sont prévues en Allemagne et en Italie. L'ensemble de ces enjeux est suivi attentivement dans nos Perspectives Economiques et Financières.



Chicuong Dang

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	23/02/24	J-7	09/11/23	29/12/23	T-12 mois	J-7	09/11/23	29/12/23	sur 12 mois	
MSCI EMU	161	158	143	153	147	1,8	↑	5,6	↑	
MSCI EMU Mid Cap	989	981	900	966	991	0,8	↑	2,4	↓	
MSCI EMU Small Cap	414	413	382	426	411	0,3	↑	-2,7	↑	
MSCI Europe	167	165	150	161	155	1,2	↑	3,9	↑	
France CAC 40	7 967	7 768	7 114	7 543	7 317	2,6	↑	5,6	↑	
Allemagne DAX 30	6 873	6 754	6 075	6 629	6 308	1,8	↑	3,7	↑	
Italie MIB	32 701	31 732	28 644	30 352	27 278	3,1	↑	7,7	↑	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	7 706	7 712	7 456	7 733	7 908	-0,1	↓	-0,3	↓	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 025	9 017	8 543	8 920	8 968	0,1	↑	1,2	↑	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés **asiatiques** sont en hausse sur la semaine. Les performances sont particulièrement contrastées entre l'Asie du Nord et l'Asie du Sud. En effet, les marchés chinois progressent le plus fortement sur la période, aidés par la baisse annoncée par la PBOC de son taux LPR*. Le Japon et Taïwan profitent du vif intérêt pour les valeurs technologiques notamment, en lien avec la bonne publication de Nvidia aux Etats-Unis. A l'inverse, l'Asie du Sud (Singapour, Indonésie, Australie), moins dotée de valeurs technologiques, affiche les moins bonnes performances.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 rebondissait, soutenu par des publications de résultats meilleures qu'attendues et ce malgré la publication des minutes de la réserve fédérale qui éloignait les probabilités d'une baisse des taux imminente. Tous les secteurs étaient en hausse tirés notamment par la consommation de base et la technologie. Le géant de la consommation Walmart a publié des résultats meilleurs qu'attendus grâce à la résilience du consommateur américain. La société a mis l'accent sur ses activités publicitaires qui connaissent une forte croissance (+28% sur l'année à \$3,4 milliards) en annonçant l'acquisition de Vizio, fabricant de téléviseurs, pour un montant de \$2,3 milliards lui permettant d'étendre ses capacités de ciblage publicitaire aux télévisions connectées. Le secteur de la technologie bénéficiait de la très bonne publication de Nvidia. En effet, le leader des semiconducteurs de calcul de type GPU continue de bénéficier d'une forte demande liée au déploiement et à l'adoption massive des solutions d'IA générative. A l'inverse, le géant californien de la sécurité informatique Palo Alto enregistrait une baisse de 23% suite à l'annonce d'une nouvelle stratégie agressive visant à accélérer la consolidation du secteur et à éviter une guerre des prix.

Finalement, les opérations de fusions se poursuivent dans le secteur bancaire où Capital One, spécialisé dans le crédit à la consommation et les cartes de crédit, a lancé une offre de rachat de \$35 milliards pour Discover Financial Services, afin de créer un géant mondial des paiements.

*LPR : taux préférentiel de prêt accordé à 5 ans aux ménages et aux entreprises

Parcours boursier de Walmart depuis 5 ans en devise locale



Sources : Covéo Finance, Bloomberg

Le Focus de la semaine : TSMC inaugure sa première usine en dehors de Taïwan depuis 2018

Alors que depuis plusieurs années, nous commentons la multiplication des projets d'investissements dans le secteur des semiconducteurs, ce samedi vient de marquer un tournant dans la concrétisation de cette course à la sécurisation des approvisionnements en puces critiques pour faire fonctionner l'économie. A Kumamoto, au Japon, TSMC vient en effet d'inaugurer sa première usine déployée en dehors de son sol taïwanais depuis 2018. Pour permettre un tel succès, nous notons plusieurs caractéristiques à ce projet dont un taux de subvention particulièrement élevé, de plus de 50%. Au-delà du montant des subventions, l'usine de TSMC au Japon bénéficie d'une structure capitalistique particulière, où les intérêts des industriels sont alignés avec ceux du fondateur taïwanais : parmi les principaux actionnaires de la structure se retrouvent donc Denso, le premier équipementier automobile japonais, et Sony... sachant que les puces produites dans cette usine auront pour destination les marchés automobile et d'électronique grand public, nous y voyons clairement l'alignement des intérêts et la volonté de sécuriser la chaîne. Enfin, TSMC va bénéficier d'un tissu local particulièrement riche, s'installant à proximité des unités de Rohm, de Tokyo Electron ou de Shin Etsu, tous champions mondiaux japonais sur des niches de ce gigantesque marché des semiconducteurs. La capacité de bénéficier d'un tissu industriel important - quoique nettement moins florissant qu'il y a 20 ans - mais avec une réelle ambition de redynamisation a fait partie des accélérateurs de développement. Alors, certes ce projet n'est pas le plus technologiquement avancé (production de puces entre 12 et 28 nanomètres), mais TSMC prévoit le déploiement d'une seconde usine, pour laquelle le gouvernement japonais a confirmé apporter près de 5 milliards de subventions et qui devrait être opérationnelle en 2027, cette fois ci avec Toyota comme co-investisseur. A l'heure où les projets américains et européens de TSMC prennent du retard, le Japon montre une direction où l'alignement des intérêts privés et la volonté politique permettent de concrétiser rapidement des investissements tout aussi nécessaires qu'ambitieux.

Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)								
	23/02/24	J-7	09/11/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale			en €					
						J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois	
Etats-Unis - S&P500	5 089	5 006	4 347	3 840	3 970	1,7	17,1	32,5	28,2	1,2	15,4	31,1	24,9	
Etats-Unis - Dow Jones	39 132	38 628	33 892	33 147	32 817	1,3	15,5	18,1	19,2	0,9	13,8	16,8	16,2	
Etats-Unis - Nasdaq	15 997	15 776	13 521	10 466	11 395	1,4	18,3	52,8	40,4	1,0	16,6	51,2	36,8	
Japon Nikkei 300	570	563	496	401	416	1,3	14,9	42,3	37,1	0,7	13,9	22,7	21,1	
Corée du Sud KOSPI	2 668	2 649	2 427	2 280	2 424	0,7	9,9	17,0	10,1	0,4	7,1	9,1	5,6	
Chine - Shanghai	3 005	2 911	3 053	3 089	3 267	3,2	-1,6	-2,7	-8,0	2,3	-1,6	-8,1	-13,4	
Hong Kong Hang Seng	16 726	16 340	17 511	19 781	20 010	2,4	-4,5	-15,4	-16,4	1,9	-6,0	-16,6	-18,3	
Marchés Emergents - MSCI	1 028	1 016	956	956	972	1,2	7,5	7,5	5,8	0,8	6,0	6,4	3,1	

Sources : Bloomberg, Covéo Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Le Royaume-Uni souhaite apprendre des erreurs de l'Union Européenne pour sa propre Taxonomie

Le Royaume-Uni s'est engagé à être neutre en carbone d'ici 2050, horizon similaire à celui fixé au sein de l'Union Européenne. Selon l'*Office for Budget Responsibility*, le coût de cette neutralité outre-Manche serait de l'ordre de 1400 milliards de livres sterling. Pour aider à réorienter les investissements nécessaires vers des projets et des activités durables, le Royaume-Uni a reconnu la nécessité d'un langage commun et de définitions claires de ce qui est durable. Le Ministre des Finances britannique a profité de la COP26 pour afficher l'ambition de son pays en la matière : **devenir le premier centre financier au monde à être aligné sur le principe du Net Zéro.**

Ce n'est pas un engagement nouveau : avant le Brexit, le pays a joué un rôle déterminant dans l'élaboration du règlement de l'UE sur la Taxonomie. Suite au divorce avec les pays membres, le gouvernement britannique a nommé son propre groupe d'experts indépendants (le GTAG, pour *Green Technical Advisory Group*), chargé de lui fournir des conseils non contraignants sur la conception et la mise en œuvre d'une taxonomie verte britannique. Un groupe parlementaire multipartite (*APPG on ESG*) travaillant sur les questions environnementales, sociales et de gouvernance a également été fondé en juillet 2021, dans le but (i) d'encourager le dialogue entre les législateurs et l'industrie et (ii) d'améliorer la réflexion sur l'ESG et son évolution dans la finance nationale et mondiale.

Dans un rapport datant de novembre 2022, ce groupe de parlementaires britanniques a souligné que l'Union Européenne avait « *commis des erreurs dont il faut tirer les leçons, notamment en incluant le gaz naturel comme combustible transitoire, ce qui a donné lieu à des délibérations politiques acharnées et inutiles dans les capitales de l'UE* ». Alors que la France est connue pour avoir fait pression en faveur du nucléaire, tandis que l'Allemagne et d'autres états d'Europe de l'Est ont milité pour l'inclusion du gaz, l'Autriche a, quant à elle, annoncé qu'elle contesterait en justice la présence du gaz et du nucléaire dans la taxonomie verte. C'est en effet une difficulté européenne à laquelle ne sera pas confronté le Royaume-Uni : un seul pays, un seul mix énergétique, contre 27 et des intérêts divergents.

Selon ces parlementaires britanniques, si une seule activité à forte intensité de carbone, telle que la production d'électricité à partir de gaz naturel, était incluse en tant qu'activité « verte », la taxonomie serait vouée à l'échec. La préservation de la crédibilité de la taxonomie se trouve au cœur de nombreuses recommandations dudit rapport. En revanche, le groupe parlementaire avait estimé qu'une recommandation sur le nucléaire dépassait le cadre de son rapport — tout en soulignant que les parties prenantes interrogées à ce sujet se sont presque unanimement opposées à son inclusion au motif que la demi-vie du combustible nucléaire usagé est tout simplement trop longue pour procéder à une évaluation ferme, et qu'une approche durable devrait être prudente par défaut.

Malgré la volonté forte du Royaume-Uni d'être le bon élève de la finance durable, le pays n'en reste pas moins confronté au principe de réalité.

D'après le *Green Finance Institute*, plus de 20 taxonomies ont été annoncées ou mises en œuvre à travers le monde depuis que le Royaume-Uni a fait part de son intention d'introduire sa propre taxonomie verte en novembre 2020. Finalement, difficile de concilier tous les points de vue même au sein d'un seul et même pays. En effet, en mars 2023, il était annoncé que la Grande-Bretagne allait considérer l'énergie nucléaire comme étant « écologiquement durable » et par conséquent l'intégrer à sa future taxonomie. Cette décision est intervenue au moment où le gouvernement britannique s'apprêtait à fournir 80 millions de livres sterling pour le lancement du *Great British Nuclear*, un nouvel organisme destiné à mettre en œuvre son programme nucléaire à long terme et soutenir son ambition de produire jusqu'à 24 GW d'énergie nucléaire au Royaume-Uni d'ici à 2050. Attirer davantage d'investissements privés dans ce secteur n'est pas une mince affaire dans un contexte où la majorité des nouveaux projets nucléaires en Europe ont subi des retards et des dépassements de coûts importants.

Outre le positionnement différent concernant le gaz naturel, le Royaume-Uni n'imposera certainement pas les mêmes obligations de reporting aux entreprises. Pour rappel, la Taxonomie européenne implique que celles-ci communiquent le pourcentage d'éligibilité et d'alignement de leur chiffre d'affaires, de leurs dépenses d'investissement (Capex) et de leurs dépenses d'exploitation (Opex). L'été dernier, le GTAG suggérait ainsi au gouvernement britannique de limiter les exigences de reporting obligatoires liées au chiffre d'affaires et aux Capex, tout en rendant entièrement optionnelle celle en lien avec les Opex (sans évaluation de la matérialité), dans le but d'alléger le fardeau de la taxonomie pour les entreprises.

Par ailleurs, des premières estimations ont révélé que seulement 27% de l'économie britannique serait couverte par l'objectif d'atténuation du changement climatique si la couverture correspondait exactement à celle de la taxonomie européenne. Le GTAG recommande par conséquent d'ajouter davantage d'activités économiques à la taxonomie verte du Royaume-Uni, en les classant par ordre de priorité en fonction de leur contribution à la valeur ajoutée brute du pays : le commerce de gros et de détail, l'industrie manufacturière, l'agriculture et, éventuellement, les services financiers et les services de conseil. Si l'on prend le cas des services financiers (9% de la VAB du Royaume-Uni en 2021), seules les activités d'assurance non-vie (souscription pour risques liés au climat) et de réassurance sont couvertes par des critères techniques de sélection.

Les critiques ne pourront cependant pas être totalement évitées outre-Manche : le retard pris par cette nouvelle réglementation est notamment pointé du doigt. Alors qu'elle devait entrer en vigueur le 1er janvier 2023, le gouvernement britannique a annoncé repousser sa mise en œuvre (sans préciser de nouvel horizon de temps) en invoquant la complexité du dispositif et les difficultés rencontrées par l'Union Européenne sur ce sujet. Certains redoutent que « les flux de capitaux n'attendent pas » et que les investisseurs se tournent vers les juridictions plus avancées en la matière.

Le 23 janvier 2024, la Secrétaire d'Etat au Trésor britannique a assisté à une table ronde organisée par le groupe parlementaire multipartite portée sur les questions ESG, partisan du fait que la taxonomie doit être finalisée dès que possible. La ministre a confirmé lors de cette réunion que le gouvernement communiquera sur la taxonomie verte britannique dans les six prochains mois. Le cas britannique illustre que les bonnes intentions ne sont pas suffisantes, et ce même lorsqu'elles sont issues d'une seule et même nation. Mettre en place une Taxonomie qui soit à la fois crédible et réellement applicable est un équilibre qui reste difficile à trouver.

Andréa Lemaire-Suau

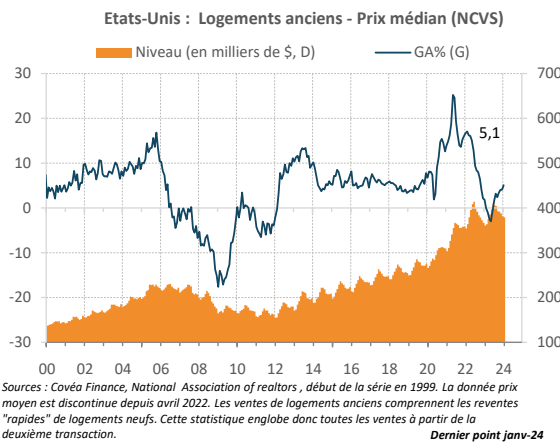
Analyste financier et extra financier

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La patience reste le maître mot des banquiers centraux américains »

Les minutes de la réunion de politique monétaire de fin janvier confirment la volonté de la Réserve fédérale d'adopter une approche patiente quant à un futur mouvement du taux directeur. Comme évoqué dans le communiqué publié en janvier, les participants « estiment que les risques liés aux objectifs d'emploi et d'inflation sont mieux équilibrés, mais ils restent très attentifs au risque sur les prix ». On relève ainsi que seuls "quelques" participants ont évoqué le risque baissier sur la croissance lié à une attente trop longue pour réduire le taux directeur, tandis que "la plupart" des participants ont souligné le risque d'une action trop rapide qui mettrait à mal un retour de l'inflation à 2%. Il faut ajouter que depuis cette réunion, les rapports d'emploi et d'inflation de janvier ont surpris à la hausse, ce qui renforce encore l'hypothèse de la patience pour assouplir la politique monétaire. Concernant la politique quantitative, le comité note que la réduction de la détention des titres détenus au bilan de la Réserve fédérale se déroule sans heurts, mais qu'une **discussion approfondie sur les questions de bilan pourrait être opportune lors de la réunion de mars** afin de « guider une éventuelle décision de ralentir le rythme de baisse du bilan », ce qui rend envisageable une annonce en mai ou juin.



A la suite de la publication de ces minutes, plusieurs membres du comité de politique monétaire (FOMC) ont pris la parole et réaffirmé le message de patience. Dans un discours intitulé « Pourquoi se presser ? », le Gouverneur de la Réserve fédérale Christopher Waller a estimé que « le risque d'attendre un peu plus longtemps pour assouplir la politique est plus faible que le risque d'agir trop tôt et d'interrompre ou d'inverser les progrès accomplis en matière d'inflation ». M. Waller estime qu'il n'y a pas d'urgence à agir car d'une part l'activité résiste bien et d'autre part il faut s'assurer que le processus de désinflation observé en 2023 se poursuit. Au sujet de l'inflation de janvier, M. Waller a déclaré qu'il va « avoir besoin d'au moins deux mois supplémentaires de données sur l'inflation avant de pouvoir juger s'il s'agit juste d'un coup du hasard et savoir si nous sommes toujours sur la voie de la stabilité des prix ». Ces propos marquent un changement de ton par rapport à ses déclarations de mi-janvier, dans lesquelles il avait estimé que l'objectif d'inflation était maintenant « à portée de main ». S'il a précisé qu'il prévoit toujours des baisses de taux cette année, il est clair qu'un mouvement lors de la réunion de mars n'est pas envisageable, comme l'avait suggéré M. Powell fin janvier, et la perspective d'une décision lors de la réunion de début mai ne semble pas l'hypothèse la plus probable pour M. Waller. Par ailleurs, la Gouverneure Lisa Cook a également mis en avant la patience et déclaré qu'elle souhaiterait être davantage convaincue que l'inflation converge vers 2 % avant de commencer à réduire le taux directeur. Enfin, le Gouverneur Jefferson a lui insisté sur la prudence dans la conduite de l'assouplissement monétaire. Il a notamment souligné l'épisode de normalisation de juillet 1995, qui avait permis un atterrissage en douceur de l'économie américaine et lors duquel

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	janv.-24	4000	3880	5087	4101

*Du 19/02/2024 au 25/02/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

le comité avait baissé le taux directeur, puis l'avait laissé inchangé pendant trois réunions avant de continuer à assouplir sa politique. M. Jefferson rappelle ainsi qu'au-delà de la date de début, c'est bien la question du rythme adéquat de l'assouplissement à venir qui déterminera son succès.

Dans l'immobilier, les ventes de logements anciens se sont redressées en janvier mais demeurent sur des niveaux très dégradés. En revanche, la tendance haussière des prix se confirme. Le prix médian d'un logement ancien affiche désormais une croissance annuelle de 5,1%, à l'opposé de la dynamique dans le neuf (-10% en rythme annuel en décembre). Cette dichotomie peut s'expliquer par la faiblesse du nombre de logements à vendre sur le marché de l'ancien. La vigueur des prix n'est pas neutre pour le panorama inflationniste : la composante logement représente près d'un tiers de l'indice des prix à la consommation ce qui pourrait freiner dans les prochains trimestres le processus de désinflation.

Sur le plan politique, Donald Trump a remporté avec près de 20 points d'avance la primaire républicaine ce weekend en Caroline du Sud face à Nikki Haley, dans l'Etat où elle avait été Gouverneure pendant six ans. L'ancien Président a ainsi gagné les cinq premiers scrutins de la primaire et se dirige vers l'investiture du Parti républicain en vue des élections présidentielles de novembre.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

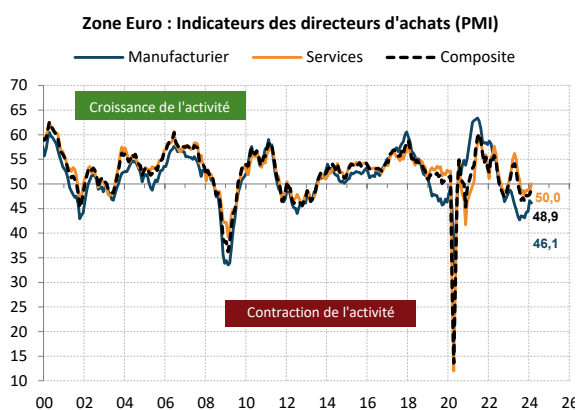


Suivi Macroéconomique

Europe

« L'activité économique reste faible en zone euro »

Le compte-rendu de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE des 24 et 25 janvier, consacrée à l'examen de la politique monétaire, ne comporte pas de surprise. Il confirme ce que disent les banquiers centraux européens depuis quatre semaines, et notamment Luis de Guindos (vice-président de l'institution) la semaine dernière : les participants se sont félicités de la baisse de l'inflation, y compris de l'inflation sous-jacente ; ils pensent que la tendance devrait se poursuivre jusqu'à ce que l'objectif de 2% soit atteint. Mais, ils veulent avoir des éléments supplémentaires indiquant que cette tendance est bien établie et que la baisse de l'inflation est solide et durable avant de penser à baisser les taux directeurs. L'indicateur des salaires négociés, que surveille la BCE pour évaluer le dynamisme des rémunérations a ralenti en fin d'année dernière. Toutefois, à 4,5% sur un an après 4,7% au troisième trimestre, sa progression reste vive.



Le PMI flash composite d'activité globale de la zone euro a, une nouvelle fois progressé en février. Mais à 48,9 il est à un niveau qui indique une poursuite de la contraction de l'activité, malgré une stabilisation dans les services. Le PMI manufacturier a encore baissé, notamment en raison d'une dégradation de la situation de l'industrie manufacturière allemande. Les entreprises de la zone euro signalent que la tendance à la baisse de la demande, notamment étrangère, se poursuit. La France et, surtout, l'Allemagne continuent à peser sur les résultats agrégés de la zone euro. L'emploi continue à progresser, grâce à l'augmentation des effectifs dans les services. Les tensions inflationnistes restent fortes, avec une nouvelle accélération des coûts de production et des prix de vente, essentiellement dans les services.

La balance des transactions courantes de la zone euro a enregistré un excédent de 32Mds€ en décembre, soit 10Mds€ de plus que le mois précédent. **Sur l'ensemble de l'année 2023, le surplus des transactions courantes a atteint 260Mds€,** contre un déficit de 82Mds€ en 2022, avec un excédent de 274Mds€ pour les marchandises (-81Mds€ en 2022) et une diminution de l'excédent des services (-9Mds€ à 140Mds€).

L'indice INSEE de climat des affaires en France a légèrement reculé en février (-1 point à 98), restant ainsi inférieur à sa moyenne de long terme. La confiance des entreprises s'est un peu améliorée dans l'industrie et elle s'est stabilisée dans le bâtiment, mais elle a baissé dans les services et dans la distribution de détail. Malgré ce regain de faiblesse, l'indicateur de climat de l'emploi s'est redressé, notamment sous l'effet d'un net rebond des intentions d'embauche dans les services hors intérim. **Malgré une activité encore faible, les tensions perdurent sur le marché du travail.**

Au Royaume-Uni, le dynamisme de l'activité accélère en février, mais les pressions sur les prix s'accroissent. Le PMI composite est de nouveau en hausse en février et atteint un plus haut en neuf mois à 53,3. Néanmoins la dichotomie entre secteurs se poursuit : alors que la croissance dans le secteur des services accélère, la faiblesse de l'activité dans le

Sources : S&P Global, Covéa Finance

Dernier point : févr. 2024

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	PMI Services	Indice févr.-24	50,0	48,4	52,1	51,2
	PMI Manuf.	Indice févr.-24	46,1	46,6	52,1	45,0
AL	PMI Services	Indice févr.-24	48,2	47,7	51,1	51,6
	PMI Manuf.	Indice févr.-24	42,3	45,5	51,8	42,6
	IFO - perspectives de prod. à 6 mois	Indice févr.-24	81,6	81,7	84,3	85,4
FR	PMI Services	Indice févr.-24	48,0	45,4	53,7	48,8
	PMI Manuf.	Indice févr.-24	46,8	43,1	51,8	45,5
RU	PMI Services	Indice févr.-24	54,3	54,3	53,7	52,0
	PMI Manuf.	Indice févr.-24	47,1	47,0	51,6	46,4

* Du 19/02/2024 au 25/02/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

secteur manufacturier reste un frein. Bien que la bonne orientation de l'activité soit encourageante, après un déclin du PIB au deuxième semestre 2023, l'enquête PMI signale également une hausse des tensions sur les prix. Selon les entreprises interrogées, la hausse des coûts est imputable, entre autres, à la hausse des délais de livraisons liée à la crise en Mer rouge et à la croissance toujours soutenue des salaires. Ces éléments illustrent les risques d'une persistance de l'inflation alimentée par des facteurs géopolitiques et une boucle prix-salaires, que nous mettons en avant dans nos *Perspectives économiques et financières*.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : l'activité reste mal orientée en Allemagne

DeStatis, l'institut national des statistiques, a confirmé la contraction de 0,3% du PIB allemand en séquentiel au quatrième trimestre 2023.

Cette nouvelle contreperformance s'explique essentiellement par la faiblesse de formation brute de capital fixe des entreprises et des ménages. **On constate en effet une baisse de 5,3% de l'investissement en machines** par rapport au trimestre précédent. Dans le même temps, **l'investissement en construction non-résidentielle, qui comprend notamment les dépenses en infrastructure des entreprises, a reculé de manière plus modérée (-0,3%), mais il s'agit de sa deuxième baisse consécutive**. Ces éléments montrent que la réindustrialisation voulue de l'Allemagne est loin d'être encore perceptible dans les statistiques macroéconomiques.

Le comportement des ménages reste prudent. Après avoir stagné au trimestre précédent, leur consommation a légèrement progressé en fin d'année, dans un contexte où la progression des salaires est devenue plus soutenue que celle des prix à la consommation. En revanche, **l'investissement en construction résidentielle a enregistré un troisième trimestre d'affilée de repli (-2,7%)**, confirmant et amplifiant une tendance qui a commencé au deuxième trimestre 2020. Le recul de cette composante de l'activité pourrait ne pas être terminé, alors que la Deutsche Bundesbank indique dans son dernier rapport mensuel que, malgré une forte baisse des prix l'année dernière, l'immobilier résidentiel lui semble encore surévalué de 10% à 20%.

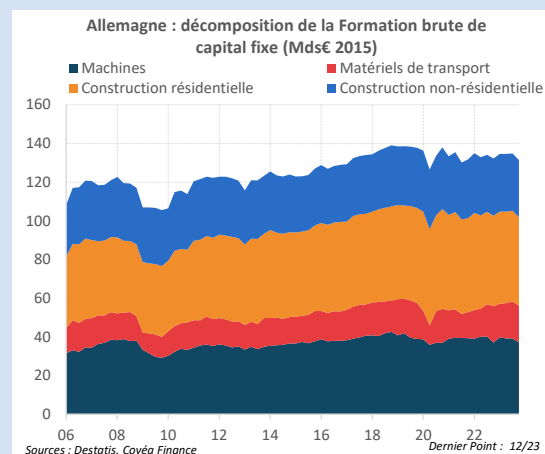
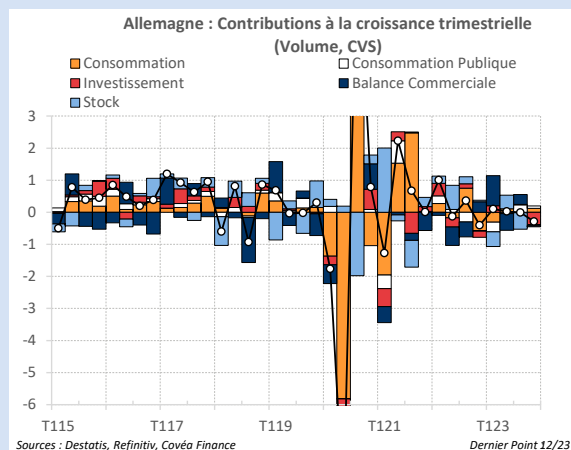
L'économie allemande ne souffre pas que de la faiblesse de la demande domestique. Celle-ci se traduit par une contraction de 1,6% des importations, à prix constant au quatrième trimestre 2023, ce qui contribue positivement à la croissance du point de vue de la comptabilité nationale. Mais, en fin d'année dernière, cet effet a été annulé par un recul équivalent des exportations allemandes.

De fait, si les résultats de l'enquête de l'IFO auprès des exportateurs s'améliorent quelque peu en février, l'indicateur des perspectives d'exportations reste négatif et l'institut de conjoncture indique que **l'industrie allemande n'est pas soutenue par la demande étrangère**. En particulier, les entreprises de construction mécanique et celles du secteur automobile évoquent une demande étrangère particulièrement déprimée.

Ce point se retrouve mis en avant dans les autres enquêtes auprès des entreprises. Le modeste redressement de l'indice IFO de climat des affaires le laisse à un niveau très bas et il cache une nouvelle baisse dans l'industrie manufacturière, les sondés du secteur mettant en avant la persistance d'une conjoncture internationale défavorable. De plus, le jugement global sur la situation économique actuelle est resté bloqué, en février, à son plus bas depuis juillet 2020. L'enquête auprès des directeurs des achats va dans le même sens : ses résultats en Allemagne pèsent sur l'agrégation pour l'ensemble de la zone euro, notamment dans le secteur manufacturier.

Dans ce contexte, **la Bundesbank estime que l'économie allemande est probablement en récession**, avec deux trimestres de baisse du PIB. Elle attribue l'absence de rebond de l'activité économique dans le pays à la persistance de la déprime de la demande étrangère ainsi qu'à l'impact de la hausse des taux d'intérêt, mais aussi à la forte hausse des salaires nominaux et aux grèves qui ont affecté plusieurs secteurs. De son côté, le gouvernement a révisé en forte baisse sa prévision de croissance pour 2024 pour la ramener à 0,2% (contre 1,3% précédemment), alors que la reprise de l'activité économique en Allemagne pourrait être retardée par les tensions dans la mer Rouge et leur impact sur les délais et les coûts d'approvisionnement ainsi que par la multiplication des grèves dans le pays.

Les maux de l'industrie allemande, désormais privée de l'énergie bon marché venue de Russie, continuent ainsi à peser sur la conjoncture de l'ensemble de la zone euro.



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

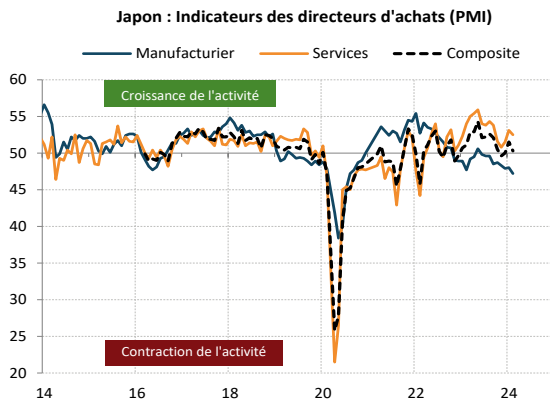
« Les autorités chinoises renforcent le soutien à l'économie »

La Banque populaire de Chine (PBoC) baisse le taux de référence sur les crédits immobiliers. Le Loan Prime Rate (LPR) à 5 ans, soit le taux le plus avantageux que les banques commerciales peuvent proposer à leurs clients à cette maturité, a été baissé de 25 points de base à 3,95%. Il s'agit d'une baisse historique par son ampleur dans la mesure où les ajustements passés sur ce taux se situaient généralement entre 5 et 15 points de base. Le LPR à 1 an est en revanche resté inchangé à 3,45%. En ciblant la maturité à 5 ans de ce taux directeur, les autorités chinoises ont cherché à soutenir en particulier le secteur immobilier qui s'est fortement détérioré au cours des trois dernières années. Le prix moyen des logements a d'ailleurs poursuivi sa baisse sur le mois de janvier 2024, de 0,4% pour les nouvelles maisons et de 0,7% pour les maisons existantes, en glissement mensuel, dans les 70 plus grandes villes du pays. Face aux difficultés du secteur et aux pressions déflationnistes qui affectent l'économie chinoise, les autorités pourraient annoncer de nouvelles mesures de soutien

à l'occasion de la session annuelle de l'Assemblée nationale populaire qui s'ouvrira le 5 mars. Xi Jinping a déjà signalé que des mesures budgétaires seront destinées à favoriser le renouvellement des équipements, la réduction des coûts logistiques et le développement des primes à la reprise pour les biens de consommation (en particulier les voitures et les appareils électroménagers).

Au Japon, l'activité ne montre toujours pas de signe de redressement au premier trimestre 2024, selon l'enquête PMI. Le secteur manufacturier continue de se dégrader en février à un rythme encore plus prononcé qu'en janvier, avec un indice PMI à 47,2 contre 48 un mois auparavant. L'enquête rapporte ainsi la contraction la plus marquée du secteur depuis le choc pandémique de 2020. Cette détérioration reflète en partie les conséquences du tremblement de terre ayant frappé la péninsule de Noto en janvier, qui a perturbé les chaînes d'approvisionnement et causé des fermetures d'usines. Avant cette catastrophe, l'industrie japonaise était toutefois déjà mal orientée et demeurait loin de ses niveaux d'avant crise. En revanche, l'activité reste en expansion dans le secteur des services mais le recul de l'indice PMI à 52,5 en février (53,1 en janvier) fait état d'une modération de l'activité. Ainsi, après la contraction du second semestre 2023, l'économie japonaise demeure timorée début 2024.

En Corée du Sud, la Banque centrale maintient la politique monétaire inchangée. Le taux directeur est maintenu à 3,5% et la communication du comité n'a presque pas évolué. De plus, le nouveau jeu de projection publié par la Banque de Corée n'a été que marginalement modifié par rapport à celui de novembre. Lors de sa conférence de presse, le gouverneur Rhee a indiqué qu'un des membres du comité a suggéré que la Banque devait être ouverte à des baisses de taux au cours des trois prochains mois pour faire face



Sources : Markit, Covéa Finance

Dernier point : févr 2024

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
JP	PMI Services	Indice févr.-24	52,5	53,1	50,4	53,5
	PMI Manuf.	Indice févr.-24	47,2	48,0	52,1	49,0
JP	Exportations	Val. CVS, GA% janv.-24	10,5	11,3	18,2	2,9
	Importations	Val. CVS, GA% janv.-24	-10,8	-5,1	40,4	-7,2

*Du 19/02/2024 au 25/02/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

au ralentissement de la demande intérieure. Toutefois, le gouverneur a indiqué qu'il ne s'attendait pas à des baisses de taux au premier semestre et que la politique monétaire serait réévaluée au regard des futures données économiques.

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.