

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

27 Mai 2024

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## L'Intelligence Artificielle prend son envol

La semaine dernière, Nvidia a publié les premiers résultats trimestriels de son nouvel exercice fiscal (2025). Cette publication était fortement attendue par les investisseurs, puisqu'en tant qu'acteur clé sur le marché de l'Intelligence Artificielle (IA), les chiffres publiés par la société permettent de juger de l'adoption de cette technologie et d'évaluer la vigueur de la demande sous-jacente. Pour le quatrième trimestre consécutif, tous les éléments financiers sont ressortis en forte croissance et au-dessus des attentes des investisseurs : ventes trimestrielles à \$26 milliards, marge brute record de 78,9%, et croissance des bénéfices par actions de +460% sur un an. Ces performances remarquables traduisent non seulement l'adoption rapide de cette nouvelle technologie, que le PDG qualifie de nouvelle « révolution industrielle », mais aussi la diversité des acheteurs finaux. D'une part, les géants du numérique, communément appelés « *hyperscalers* », ont représenté 40% des ventes de la société ce trimestre (Meta, Alphabet, Microsoft et Amazon). Bien que l'adoption massive de l'IA par les consommateurs finaux ne se soit toujours pas matérialisée, ces acteurs continuent de construire leurs infrastructures, pour continuer d'être les leaders de demain. A ce titre, selon le PDG de Nvidia, la monétisation de ces infrastructures, bâties sur les puces Nvidia, devrait permettre de générer \$5 de profits à horizon 4 ans pour chaque dollar investi (source Jansen Huang, Pdg de Nvidia). D'autre part, la société vend aussi directement ses puces aux entreprises, et dans tous les secteurs d'activité. Par exemple, dans le secteur automobile, Tesla a annoncé la construction d'un nouveau « cluster IA » (une sorte de supercalculateur), composé de 35.000 cartes graphiques Nvidia afin d'accélérer les développements de son logiciel FSD (Full Self Driving), dédié à la conduite autonome. Dans le secteur des communications, Meta a également commandé 24.000 puces pour mettre au point son modèle de langage Llama 3, désormais disponible sur ses réseaux sociaux.

De leurs côtés, les Etats, parfois en collaboration avec certaines entreprises, investissent également dans l'IA afin de bâtir leurs propres infrastructures Cloud pour rester souverain en matière de données et de leur sécurité. Ainsi, le Japon a annoncé près de \$740 millions d'investissements pour construire une infrastructure nationale, Scaleway (société française, filiale d'Iliad) développe le plus puissant supercalculateur IA d'Europe, et Swisscom, en Italie, bâtit le premier superordinateur du pays pour mettre au point le premier grand modèle de langage (LLM) en italien.

Le suivi des développements technologiques au sein de cette chaîne de valeur, couplé à la diffusion de l'IA au sein de l'économie, constitue un axe majeur de nos réflexions dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, et notamment de notre déclinaison sur les sociétés innovantes qui permettent les changements structurels à l'œuvre.

## Sommaire

### Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

### Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis  
Europe  
Focus  
Asie

Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



## Focus de la semaine

Nvidia, une société au cœur de la révolution de l'IA



Sources : Covéo Finance, Bloomberg.

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)		
	24/05/24	15/03/24	T-12 mois	15/03/24	sur 12 mois	
<b>Marché des changes</b>						
€ / \$	1,085	1,089	1,073	-0,4	↓	1,1
€ / £	0,852	0,855	0,870	-0,4	↓	-2,2
€ / Yen	170,23	162,31	150,20	4,9	↑	13,3
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>						
Pétrole (Brent, \$ par baril)	82	85	76	-3,8	↓	7,7
Indice CRB*	548	536	536	2,3	↑	2,2
Prix de l'once d'Or	2 335	2 162	1 944	8,0	↑	20,1
Prix de la tonne de cuivre	10 324	9 072	7 963	13,8	↑	29,7
Indice Baltic Dry**	1 797	2 374	1 215	-24,3	↓	47,9
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2703	1773	983	52,5	↑	174,9

Sources : Bloomberg, Covéo 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 marchés obligataires ont été marqués par de bons indicateurs macro-économiques et supérieurs aux attentes, des deux cotés de l'Atlantique. Aux Etats-Unis, les minutes de la Fed laissent transparaître un ton plutôt restrictif. En parallèle, les attentes du marché ont évolué avec une première baisse de taux repoussée d'une réunion (décembre contre novembre). Ainsi, les taux américain ont augmenté de 5 bp à 4,47% sur le 10 ans. En Zone Euro, la probabilité d'une baisse de taux directs en juin est toujours élevée. Les taux souverains ont augmenté dans un mouvement d'aplatissement. Sur la maturité 10 ans : le taux allemand prenait 7 pb à 2,58%, le taux français 6 pb à 3,06% et le taux italien 7 pb à 3,89%. Les écarts de rendement entre pays ont peu bougé. Sur le crédit, les primes de risque sont stables. L'activité du marché primaire est restée soutenue avec des primes d'émission très maigres et une demande robuste.

### Le Focus de la semaine : Des changements à venir pour les fonds monétaires américains

En octobre prochain, les fonds monétaires américains feront face à un nouveau volet de réformes imposées par la SEC (Securities and Exchange Commission). La principale concerne uniquement les fonds « Prime »<sup>1</sup> institutionnels. Ils devront instaurer des frais de liquidité applicables dans le cas où le fonds subirait des rachats nets quotidiens de plus de 5% de son actif. L'objectif est de ralentir l'ampleur des retraits pendant les périodes de tensions telles que celles connues en mars 2020, au début de la pandémie. Les fonds ont dû vendre des actifs au rabais pour financer les sorties des investisseurs, ce qui a infligé des pertes aux porteurs restants. Ces types de frais sont compliqués à calculer et surtout peu appréciés des investisseurs. En réaction, ces derniers pourraient retirer leurs liquidités des fonds en question pour se reporter vers les fonds monétaires « Govt-only »<sup>2</sup>, non concernés par la réforme. De même, les gestionnaires de fonds pourraient prendre des mesures afin d'éviter de s'y conformer. A mi-mai, six fonds « Prime », dont les deux plus importants, avaient déjà annoncé leur choix de conversion en fonds « Govt-only » ou de liquidation avant octobre. Aux Etats-Unis, l'ensemble des fonds « Prime » affichent un encours de 1 395 Mds\$ dont 635 Mds\$ détenus par des institutionnels et 760 Mds\$ par des particuliers, les fonds « Govt-Only » représentent eux 4 895 Mds\$ dont 3 343 Mds\$ pour les institutionnels.

Concernant les instruments du marché monétaire, les fonds « Prime » investissent notamment sur des titres de créances négociables et des certificats de dépôt. A première vue, la demande pourrait baisser si leurs actifs sous gestion venaient à diminuer fortement. Cependant, depuis la précédente réforme de 2016, les fonds avaient déjà réduit leur exposition à ce type de supports pour répondre aux différentes exigences de liquidité. Ainsi, la diversité de la base d'investisseurs sur les titres de créances négociables et les certificats de dépôt s'est grandement améliorée avec la montée en puissance de détenteurs non monétaires (ex: fonds de pension, assureurs, entreprises,...). Sur ces titres, il est possible que les primes de risque s'élargissent un peu en amont de la réforme avec des gestionnaires qui renforceraient leurs liquidités en anticipation des remaniements. Toutefois, l'écartement devrait être modéré et avec un impact sur les taux de financement non garantis bien plus contenu que celui constaté en 2016. De l'autre côté, la demande pour les Bons du Trésor américains, les titres d'agences et les opérations de repo<sup>3</sup> devrait augmenter. Ce sont les supports d'investissement privilégiés des fonds monétaires « Govt-only ». A cette occasion, la hausse de la demande pour les T-Bills permettra d'absorber les émissions nettes positives prévues par le Trésor américain, sans impacts significatifs en principe. In fine, il est attendu peu de turbulence sur le marché monétaire américain en amont et lors de l'entrée en vigueur de cette nouvelle réforme.

<sup>1</sup> Prime Money Market Fund : investissent dans des Papiers ou Certificats de dépôt d'entreprises et de banques et sur des valeurs gouvernementales ou des opérations de repo. <sup>2</sup> Government-Only Money Market Funds : investissent au moins 99,5% de leur actif dans des espèces, des titres d'État et de repo entièrement garantis par des espèces ou des titres d'État. <sup>3</sup> Repurchase agreement (pension livrée en français) : est la vente d'un titre avec l'engagement du vendeur (emprunteur) de racheter le titre à une date et à un prix déterminés.

Evolution des taux 10 ans en Allemagne et aux Etats-Unis depuis 2010



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

**Mathilde Gazier**

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)							
	24/05/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y							
<b>Taux directeurs</b>													<b>Variations (en pbs)</b>					
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	0,00	0,00	0,00	0,25									
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	4,50	3,75	0,00	0,00	0,00	0,75									
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	4,00	3,25	0,00	0,00	0,00	0,75									
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	5,25	4,50	0,00	0,00	0,00	0,75									
Banque du Japon	0,10	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,20	0,20	0,20									
<b>Taux 10 ans</b>													<b>Variations (en pbs)</b>			<b>Pente* (en pbs)</b>		
Etats-Unis	4,47	4,42	4,31	3,88	3,82	5	16	59	65	-48	11							
Allemagne	2,58	2,52	2,44	2,02	2,52	7	14	56	6	-50	11							
France	3,06	2,99	2,88	2,56	3,10	6	17	50	-4	-9	45							
Italie	3,89	3,81	3,70	3,70	4,40	7	19	19	-51	30	49							
Royaume-Uni	4,26	4,13	4,10	3,54	4,21	13	16	72	5	-23	45							
Japon	1,01	0,95	0,79	0,61	0,43	6	22	39	58	67	116							
<b>Crédit</b>													<b>Variations (en pbs)</b>					
Indice Itraxx Main	51,1	51,0	53,2	58,1	84,7	0,1	-2,1	-7,0	-33,6									
Indice Itraxx Crossover	288,5	289,6	304,1	309,9	445,2	-1,2	-15,6	-21,4	-156,8									

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

# Analyse de l'évolution des marchés

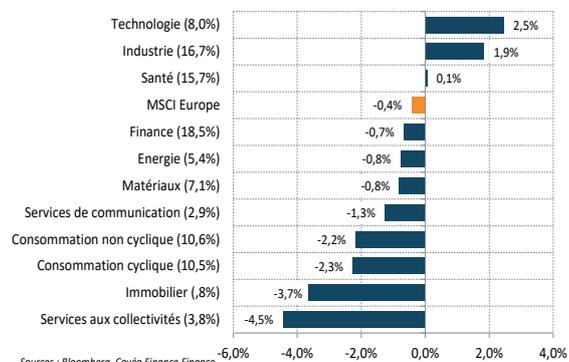
## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) a clôturé la semaine en baisse de 0,4%, dans des volumes limités, sous l'effet de la hausse des rendements obligataires. Au niveau sectoriel, les services aux collectivités terminent en bas de classement (-4,5%), particulièrement pénalisés par les valeurs anglaises, comme National Grid (-15,6%), qui a annoncé une augmentation de capital de 7 milliards de livres sterling (GBP). A l'inverse, seuls deux secteurs progressent réellement sur la semaine : la technologie (+2,5%), tirée par les semis conducteurs qui ont largement profité de la bonne publication de Nvidia, portée par l'adoption de l'Intelligence Artificielle, ainsi que l'industrie (+1,9%), aidée par de bonnes performances de la sphère électrification (Prysmian +5,6%, Schneider +3,9%), reflet des besoins accrus que nécessite cette nouvelle technologie.

Depuis le début de l'année, le marché européen est en hausse de 8,6% : la technologie reste en tête de classement (+18,3%), suivie par l'industrie (+13,1%) qui regagne une place sur la semaine écoulée. A l'opposé, les services aux collectivités restent bons derniers à -3,5%, suivis par la consommation non cyclique (-1%) et l'immobilier (-0,3%), trois secteurs sensibles à une remontée des rendements obligataires.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 17/05/2024 au 24/05/2024 (GICS)

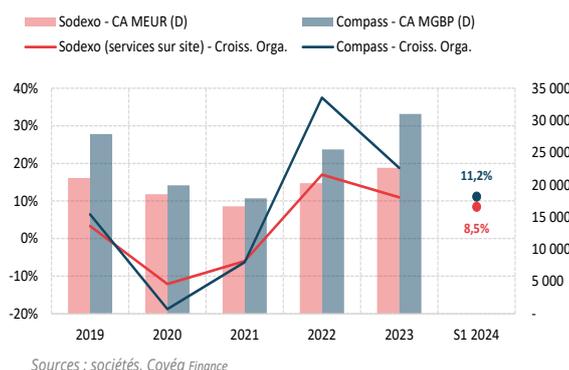


### Le Focus de la semaine : L'accélération du rythme d'externalisation au sein du secteur de la restauration collective

L'après pandémie de Covid-19 et le recours massif au télétravail au sein des entreprises avaient éveillé des craintes quant à l'impact négatif que cela pourrait avoir sur l'activité des entreprises de restauration collective. Finalement, cette période est plutôt synonyme d'accélération structurelle de la croissance organique pour les acteurs du secteur. Pour les deux leaders européens, Compass et Sodexo, la perte de chiffre d'affaires liée au développement du télétravail n'aura d'ailleurs pas dépassé les 3% au global. A cela plusieurs raisons. D'une part, les besoins renforcés de flexibilité des clients ont bénéficié aux acteurs disposant d'une taille critique et de l'agilité suffisante pour y répondre. Les deux leaders, fortement exposés au segment des entreprises, ont donc gagné des parts de marché sur les plus petits concurrents grâce à leur positionnement. D'autre part, l'environnement inflationniste (avec la hausse du coût des denrées alimentaires et des coûts salariaux), auxquels s'ajoutent la pénurie de main d'œuvre ainsi que des exigences environnementales et en matière d'hygiène renforcée, agissent comme de puissants catalyseurs pour l'accélération du rythme d'externalisation des services de restauration. Aujourd'hui, avec 55% du marché mondial encore opérés en interne, et encore davantage dans les secteurs de la santé et de l'éducation, le potentiel de croissance future est significatif. Bien qu'ayant retrouvé leurs niveaux d'activité pré-crise dès le second semestre 2022, le secteur continue d'afficher des niveaux de croissance organique soutenus. Cette croissance est alimentée par la hausse des prix bien sûr (+4/5% en 2022, +5/7% en 2023) mais également par les volumes, qui bénéficient des gains de parts de marché réalisés au détriment d'acteurs de plus petite taille, mais aussi et surtout de la hausse du nombre de signatures de contrats avec des clients qui externalisent pour la première fois.

Ainsi, comme nous les mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières, nous continuons à privilégier les sociétés qui sont en mesure d'adapter leur modèle économique à un environnement en constante évolution, notamment grâce à une certaine agilité opérationnelle et financière.

Chiffre d'affaires en masse et croissances organiques



Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	24/05/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois	
MSCI EMU	168	169	164	153	145	-0,6	2,4	10,2	15,8	
MSCI EMU Mid Cap	1 074	1 076	997	966	936	-0,3	7,7	11,1	14,7	
MSCI EMU Small Cap	444	450	421	426	391	-1,3	5,4	4,4	13,5	
MSCI Europe	174	175	169	161	153	-0,4	3,0	8,6	13,8	
France CAC 40	8 095	8 168	8 164	7 543	7 229	-0,9	-0,8	7,3	12,0	
Allemagne DAX 30	7 195	7 201	7 074	6 629	6 258	-0,1	1,7	8,5	15,0	
Italie MIB	34 491	35 399	33 940	30 352	26 408	-2,6	1,6	13,6	30,6	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 318	8 420	7 727	7 733	7 571	-1,2	7,6	7,6	9,9	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 767	9 840	9 038	8 920	8 698	-0,7	8,1	9,5	12,3	

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 légèrement baissière. Les marchés chinois affichent les moins bonnes performances sur la semaine, abandonnant une partie de la très forte hausse enregistrée depuis quelques semaines. Dans le même temps, et comme souvent, l'Inde opère le mouvement inverse, affichant la meilleure performance dans la région asiatique, tirée notamment par le retour des achats d'investisseurs étrangers. Taiwan progresse également en lien avec la hausse du secteur des semi-conducteurs suite aux résultats de Nvidia. Concernant les semi-conducteurs, secteur stratégique, la Corée du Sud a annoncé un programme de soutien de \$19 milliards pour l'industrie alors que la Chine a fait part du lancement de son troisième fonds d'investissement de \$47,5 milliards dans le cadre de son programme de soutien à cette industrie. Par ailleurs, et sous la menace d'une hausse des droits de douane européens appliqués aux véhicules électriques chinois, Pékin préparerait une réponse avec de potentielles taxes d'importation qui pourraient atteindre 25% sur les cylindrées essence. Enfin, en Chine toujours, les autorités ont approuvé 96 titres de jeux vidéo, envoyant un signal d'ouverture supplémentaire vis-à-vis de ce secteur.

**Aux Etats-Unis**, le marché a poursuivi son rallye et enregistré de nouveaux records historiques le 21 mai (5 321 points pour le S&P500) porté par de bonnes publications trimestrielles. En fin de semaine toutefois, malgré les excellents résultats publiés par Nvidia, Wall Street a subi quelques prises de bénéfices, en réaction à une remontée des rendements obligataires. Grâce à la performance de Nvidia (3ème capitalisation boursière du S&P500), le secteur de la technologie s'inscrit en nette hausse. Les compartiments de l'immobilier et des services publics (pénalisés par la hausse des taux d'intérêt), de l'énergie et des matières premières (suite à une baisse des prix des matériaux de base) sous performant l'indice général. Parallèlement, Boeing continue de souffrir de sérieux problèmes opérationnels et financiers. Sa direction a récemment indiqué que la société ne devrait pas dégager de flux de trésorerie positifs en 2024 suite à de nouveaux retards de livraison à la Chine. Enfin, dans le secteur de la consommation, le détaillant Target baissait de plus de 9% à la suite de résultats décevants. La société a annoncé devoir baisser les prix d'au moins 5000 produits, indiquant que le consommateur américain redevenait plus sensible aux prix et que la concurrence de son rival Walmart s'accroissait.

### Le Focus de la semaine : Une performance des indices américains portés par l'intelligence artificielle

A l'issue d'une nouvelle forte progression de son cours de bourse après sa publication la semaine dernière, le titre Nvidia affiche désormais une hausse de 115% depuis le début de l'année, après avoir enregistré une performance de +239% en 2023. Cette progression fait de l'entreprise la troisième plus grande capitalisation boursière mondiale, derrière Microsoft et Apple. Au-delà de la performance exceptionnelle du titre, l'échelle de grandeur est également remarquable : la capitalisation boursière de Nvidia est désormais plus importante que la totalité de la capitalisation boursière de l'indice allemand. Portées par la vague de l'intelligence artificielle, les cinq autres plus grandes capitalisations boursières américaines continuent, dans l'ensemble, d'afficher de très fortes performances : Microsoft +14% depuis le début de l'année, Alphabet +25%, Amazon +19%, Meta +35%. Seule Apple (-1%) pâtit cette année d'une intensité concurrentielle plus forte et d'un développement produit plus lent. Au global, cette dynamique continue de renforcer leur poids au sein des indices américains et mondiaux, puisque ces valeurs représentent désormais 30% de l'indice S&P500 et environ 20% de l'indice MSCI World. En conséquence, les disparités de performance que nous constatons en 2023 se poursuivent, ce qui s'illustre dans le décalage entre l'indice S&P 500 classique, +38% depuis janvier 2023, et le S&P équilibré en hausse de +17%. En somme, si les performances de l'indice américain apparaissent impressionnantes, elles cachent néanmoins de réelles distorsions, ou un très faible nombre de très grandes valeurs captent l'essentiel des flux des investisseurs. Il convient donc de porter un regard vigilant dans l'analyse de la performance des marchés américains et des messages des sociétés qui ne bénéficient pas toutes de cet engouement.

Performances des indices S&P 500 et S&P 500 équilibré depuis janvier 2023 (en base 100, en dollar)



Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale			en €				
	24/05/24	J-7	15/03/2024	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/2024	29/12/23	sur 12 mois	J-7	15/03/2024	29/12/23	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	5 305	5 303	5 117	4 770	4 151	0,0	3,7	11,2	27,8	0,2	4,1	13,2	26,3
Etats-Unis - Dow Jones	39 070	40 004	38 715	37 690	32 765	-2,3	0,9	3,7	19,2	-2,1	1,3	5,5	17,9
Etats-Unis - Nasdaq	16 921	16 686	15 973	15 011	12 698	1,4	5,9	12,7	33,3	1,6	6,3	14,7	31,8
Japon Nikkei 300	586	587	573	500	451	-0,2	2,4	17,3	30,0	-0,8	-2,4	7,3	14,7
Corée du Sud KOSPI	2 688	2 725	2 667	2 614	2 555	-1,4	0,8	2,8	5,2	-2,0	-1,6	-0,7	1,1
Chine - Shanghai	3 089	3 154	3 055	2 975	3 201	-2,1	1,1	3,8	-3,5	-2,1	0,8	3,7	-6,8
Hong Kong Hang Seng	18 609	19 554	16 721	17 047	18 747	-4,8	11,3	9,2	-0,7	-4,8	11,9	11,0	-1,6
Marchés Emergents - MSCI	1 083	1 100	1 035	1 024	964	-1,5	4,7	5,8	12,3	-1,3	5,1	7,7	11,1

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Le travail des enfants dans la chaîne d'approvisionnement du cacao : état des lieux et réponse européenne

Dans notre précédent édito, nous avons mis en lumière la façon dont la nouvelle réglementation européenne sur la déforestation importée pourrait modifier la chaîne d'approvisionnement du cacao destiné au marché de l'Union Européenne. Ce secteur fait également face à un autre risque de durabilité : celui du travail des enfants dans la production agricole cacaoyère. Des actions en justice visant des acteurs de la filière se succèdent (Mars, Mondelez, Nestlé, Hershey, etc.), et les exposent à un risque de sanctions et de dommages. Dernièrement, lors de l'assemblée générale 2024 de Mondelez International, un actionnaire a soumis une résolution demandant au Conseil d'Administration de fixer des objectifs en matière d'éradication du travail des enfants de la chaîne d'approvisionnement du Groupe. L'actionnaire estime que les mesures mises en place par l'entreprise pour gérer cet enjeu ne sont pas suffisamment efficaces et le degré de transparence reste faible.

L'Organisation Internationale du Travail (OIT) caractérise le travail des enfants de manière suivante:

- « Il est mentalement, physiquement, socialement ou moralement dangereux et nocif pour les enfants, et/ou
- Il interfère avec leur scolarité (privation de la scolarité, obligation de quitter l'école prématurément, fréquentation scolaire couplée avec le travail excessivement long et lourd) ».

Cette même organisation définit une catégorie des activités dangereuses ayant des conséquences plus graves sur les enfants. Concrètement, dans l'industrie du cacao, il peut s'agir de la manipulation des pesticides, de l'utilisation des objets tranchants, de l'escalade sur les arbres pour effectuer des tâches arboricoles, du travail de nuit, etc. En complément de la définition de l'OIT, chaque pays producteur a sa propre réglementation; ce qui peut faire varier la liste des tâches considérées comme dangereuses et le nombre d'heures que les enfants sont autorisés à effectuer.

Selon la fondation International Cocoa Initiative, les facteurs du travail des enfants sont multiples et généralement liés:

- La pauvreté des ménages;
- Les barrières à l'éducation (éloignement de l'établissement, frais de scolarité, disponibilité des professeurs),
- Les pratiques culturelles et le manque de conscience de la dangerosité de certaines tâches,
- La main d'œuvre disponible limitée, notamment du fait de la saisonnalité de l'activité.

D'après le rapport du département du travail américain, en Côte d'Ivoire et au Ghana (56% de la production mondiale du cacao en 2022) 1,56 millions d'enfants sont concernés par cette situation (43% exerceraient des activités dangereuses).

Pour répondre à cet enjeu, plusieurs acteurs de la filière du cacao et du chocolat ont mis en place des programmes RSE dédiés, avec l'objectif d'inciter les agriculteurs à cultiver le cacao de manière plus durable (via des formations, des incitations financières, etc.).

En parallèle, nombre d'entre eux ont introduit un dispositif de suivi et de remédiation du travail des enfants (« SS RTE ») appelé également « CLMRS ». Sa mise en place et son fonctionnement sont assurés conjointement par les communautés, les structures gouvernementales et les industries. Son objectif est de sensibiliser les agriculteurs à cette problématique, d'identifier les enfants astreints au travail, de leur apporter du soutien (actions de prévention et de remédiation) et de réaliser un suivi des enfants concernés.

Généralement limité à l'Afrique de l'Ouest, le SS RTE ne couvre pas toujours l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement complexe des industriels. Certains se sont fixés des objectifs en la matière. C'est le cas de Mondelez International, qui a pour cible une couverture de 100% sa chaîne d'approvisionnement en Afrique de l'Ouest par SS RTE d'ici 2025.

Les industriels du cacao se doivent également d'améliorer leur communication. Ainsi, des indicateurs d'impact et de performance (par exemple, le nombre d'enfants identifiés astreints au travail, le nombre d'enfants remédiés, etc.) sont rarement publiés.

Face à ce constat, l'Union Européenne, principal acheteur des fèves de cacao (48% d'importations mondiales en valeur en 2022, selon les données de Comtrade de l'ONU) a décidé de prendre des mesures législatives contraignantes. La nouvelle directive européenne appelée CSDDD (Corporate Sustainability Due Diligence Directive) instaurera un devoir de vigilance, notamment en ce qui concerne le travail des enfants dans la chaîne d'approvisionnement des entreprises. Cette directive est à portée extraterritoriale et concernera à la fois les acteurs européens et non européens de certaines tailles (de plus de 1000 salariés et à partir de 450M€ de chiffre d'affaires). Le non respect de la nouvelle réglementation exposerait les entreprises à des sanctions pouvant aller jusqu'à 5% de leur chiffre d'affaires mondial. Son entrée en vigueur devrait se faire à partir de 2027.

Si les modalités actuellement en place pour surveiller et prévenir le travail des enfants étaient jugées insuffisantes par le législateur européen, une réadaptation serait nécessaire pour les fèves importées dans l'UE. Comme dans le cas du règlement sur la déforestation importée, la directive dite CSDDD pourrait devenir facteur de l'inflation alimentaire dans l'UE, sujet que nous suivons de près dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Victor Pavlov

Analyste financier et extra financier

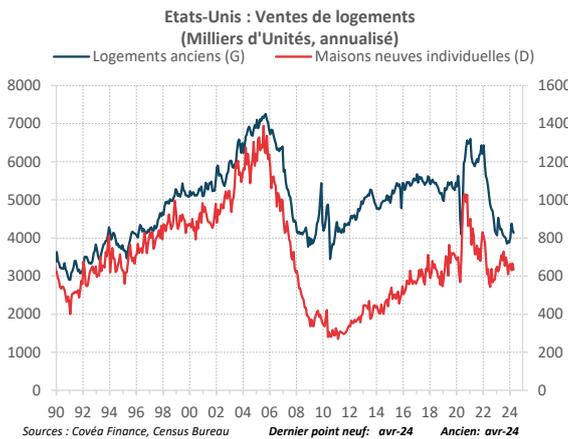


# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Les minutes du FOMC témoignent d'un manque de certitude parmi les banquiers centraux »

**Les minutes de la réunion du comité de politique monétaire (FOMC) de mai réitèrent le message de déception quant à la vigueur de l'inflation au premier trimestre et la patience nécessaire avant d'envisager la normalisation.** Les discussions ont notamment porté sur le degré de restriction actuellement à l'œuvre et une certaine variété de vues se sont exprimées. Certains membres ont évoqué la possibilité de remonter le taux directeur si l'inflation venait à rebondir durablement, une idée repoussée lors de la conférence de presse début mai par Jerome Powell et qui ne semble pas faire consensus. On peut ajouter que les données d'inflation d'avril, meilleures qu'attendu, réduisent cette éventualité. Les banquiers centraux ont également évoqué les éléments qui permettront de ramener l'inflation vers la cible en citant la détente progressive du marché du travail, la contribution du logement à l'inflation, dont la diminution tarde, et la productivité élevée. Au sujet de la politique quantitative, quelques participants ont déclaré qu'ils auraient été prêts à maintenir la réduction du bilan à son rythme antérieur, plus rapide. Pour rappel, lors de cette réunion le comité a décidé de réduire le rythme de diminution de la détention de titres du Trésor, qui passera à partir du 1er juin de 60 Mds\$ par mois à 25 Mds\$ par mois. Dans l'ensemble, si les membres du FOMC s'attendent toujours à un ralentissement de l'économie dans les prochains mois, ils semblent moins sûrs des perspectives et de la trajectoire du taux directeur qu'en début d'année. L'engagement sur la dépendance aux données pour desserrer la politique monétaire en sort renforcé.



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
Ventes logements neufs	Milliers d'unités avr.-24	634	665	637	667
Ventes logements anciens	Milliers d'unités avr.-24	4140	4220	5087	4101

\*Du 20/05/2024 au 26/05/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

hors défense et aviation, qui approchent l'investissement en équipements des entreprises, sont bien orientées avec une hausse mensuelle de 0,3%. Si les indicateurs d'enquête régionaux sont peu engageants dans le secteur manufacturier, l'indice PMI publié par S&P global a progressé en mai, passant de 50 à 50,9 points, un niveau renvoyant à une croissance faible de l'activité. **Dans les services, l'indice PMI décrit une dynamique nettement plus robuste, avec un bond de 3,5 points à 54,8.**

**Dans l'immobilier résidentiel, la dynamique des transactions se fragilise.** Les ventes de logements anciens ont chuté de 1,9% en glissement mensuel en avril. Le recul, qui concerne l'ensemble du territoire américain, intervient sur fond de remontée des taux immobiliers : le taux moyen à 30 ans est repassé courant avril au-dessus de 7%. En dépit de cet affaissement des transactions (au plus bas depuis janvier), le prix médian d'un bien dans l'ancien voit sa croissance annuelle accélérer à 5,7%. Cette vigueur des prix contribue à maintenir une pression haussière sur la partie logement des prix à la consommation. Dans le neuf, les ventes ont chuté de 4,7% sur le mois et l'estimation de mars a été révisée en baisse, ce qui laisse les ventes à un niveau globalement similaire à celui qui prévalait il y a un an.

**Sur le plan de l'activité manufacturière, les commandes de biens durables se sont redressées en avril,** à rebours des indicateurs d'enquête régionaux récemment publiés qui faisaient état d'une activité toujours affaiblie. Les commandes progressent de 0,7% sur le mois, tirées par le secteur de la défense (+13,2%). Les dépenses en biens intensifs en capital hors défense et aviation, qui approchent l'investissement en équipements des entreprises, sont bien orientées avec une hausse mensuelle de 0,3%. Si les indicateurs d'enquête régionaux sont peu engageants dans le secteur manufacturier, l'indice PMI publié par S&P global a progressé en mai, passant de 50 à 50,9 points, un niveau renvoyant à une croissance faible de l'activité. **Dans les services, l'indice PMI décrit une dynamique nettement plus robuste, avec un bond de 3,5 points à 54,8.**

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



# Suivi Macroéconomique

## Europe

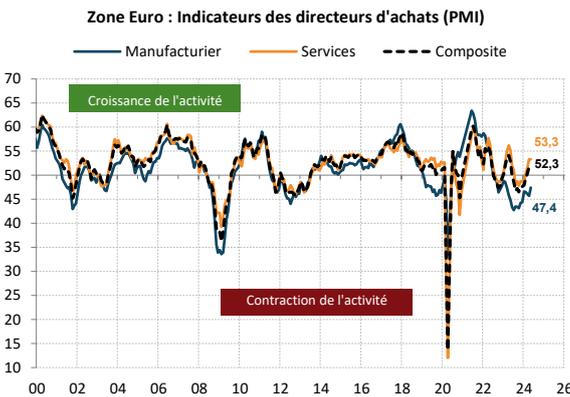
« Les discours des banquiers centraux européens continuent d'aller dans le sens d'une baisse des taux en juin »

**La reprise économique en zone euro accélère en mai.** L'enquête PMI montre en effet un redressement de l'activité, avec un indice composite qui atteint un plus haut en 12 mois à 52,3. La hausse de l'activité est une nouvelle fois portée par les services, tandis que le PMI manufacturier demeure en zone de contraction. On note néanmoins que le déclin se modère, puisque l'indice manufacturier enregistre sa plus faible baisse depuis 14 mois. La dichotomie entre les deux secteurs s'explique par le différentiel de dynamisme de la demande. Par ailleurs, l'amélioration de la conjoncture se traduit par une accélération des créations d'emplois, uniquement concentrées dans le secteur des services. À l'inverse, l'emploi a continué de reculer dans le secteur manufacturier. Malgré les perturbations toujours importantes en Mer Rouge, les entreprises interrogées ont signalé une diminution des délais de livraison pour le quatrième mois consécutif.

**Contrairement aux mois précédents, l'enquête suggère une accalmie dans l'évolution des prix.** L'inflation des prix payés et des prix facturés ont toutes ralenti en mai, par rapport au mois précédent, ce qui pourrait conforter la Banque centrale européenne à baisser ses taux en juin, comme le suggèrent les différents discours des gouverneurs européens depuis plusieurs semaines. **Par pays, la conjoncture française semble plus morose.** En effet, alors que la hausse de l'activité s'est renforcée en Allemagne et dans le reste de la zone euro (hors Allemagne et France) au mois de mai, elle s'est repliée en France, l'indice PMI composite français passant sous le seuil de 50 en raison d'une contraction marginale de l'activité dans les services.

**Les discours des banquiers centraux européens sur la semaine continuent d'aller dans le sens d'une réduction des taux directeurs lors de la réunion de juin.** Christine Lagarde s'est déclarée « très confiante » dans le fait que l'inflation en zone euro était sous contrôle. Elle a ajouté que, si la trajectoire des prix se maintient, il y aurait « une forte probabilité » d'une baisse de taux lors de la réunion du 6 juin. De son côté, le Vice-président Luis de Guindos a tenu un discours similaire. Il a ajouté qu'une baisse de 25 points de base le mois prochain semblait être une approche « raisonnable ». Interrogé sur le nombre et l'ampleur de la baisse de taux sur l'ensemble de l'année 2024, il a déclaré qu'aucune décision n'avait été prise pour le moment par le Conseil des gouverneurs. Les décisions de politique monétaire qui interviendront après la réunion de juin dépendront, selon lui, de l'évolution des données économiques. Enfin, le chef économiste de la BCE Philip Lane s'est exprimé après la publication de chiffres de salaires supérieurs aux attentes. Malgré cette surprise à la hausse, il a réitéré des propos allant dans le sens d'une baisse de taux en juin. Bien qu'il ne se soit pas prononcé sur le calendrier, il a indiqué que d'autres baisses de taux pourraient suivre celle de juin.

Par ailleurs, la BCE a publié son indice trimestriel des salaires négociés, particulièrement regardé par le Conseil des gouverneurs selon sa Présidente. Or, ce chiffre a surpris par sa vigueur, ce qui pourrait inciter la BCE à la prudence. En effet, **la hausse des salaires a accéléré en zone euro au premier trimestre.** Les salaires négociés ont augmenté de 4,7% au premier trimestre (en glissement annuel), après 4,5% le trimestre précédent. La moyenne européenne a été tirée par l'Allemagne, dont les salaires négociés ont augmenté de 6,2% sur un an au premier trimestre, contre une hausse de 3,2% au quatrième trimestre 2023. Selon la Bundesbank, tant les augmentations liées à des accords de branche que les primes exceptionnelles ont contribué à cette hausse.



Sources : S&P Global, Covêa Finance

Dernier point : mai 2024

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
ZE	PMI Services	Indice	mai-24	53,3	53,3	52,1	51,2
	PMI Manuf.	Indice	mai-24	47,4	45,7	52,1	45,0
AL	PMI Services	Indice	mai-24	53,9	53,2	51,1	51,6
	PMI Manuf.	Indice	mai-24	45,4	42,5	51,8	42,6
FR	PMI Services	Indice	mai-24	49,4	51,3	53,7	48,8
	PMI Manuf.	Indice	mai-24	46,7	45,3	51,8	45,5
RU	PMI Services	Indice	mai-24	52,9	55,0	53,7	52,0
	PMI Manuf.	Indice	mai-24	51,3	49,1	51,6	46,4
RU	Inflation	IPC, NCVS, GA%	avr.-24	2,3	3,2	9,1	7,3
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	avr.-24	3,9	4,2	5,9	6,2

\* Du 20/05/2024 au 26/05/2024

Sources : Refinitiv, Covêa Finance

**L'excédent commercial de la zone euro est en légère hausse en mars (+0,5Mds\$) à 17,3Mds\$.** Les exportations sont en légère augmentation (+0,1% sur un mois), tandis qu'à l'inverse, les importations enregistrent une contraction modérée (-0,1% en glissement mensuel). Sur le trimestre, on note que le déficit commercial de l'Union européenne avec la Chine est tombé à son plus bas niveau en trois ans. Il s'établit à 62,5Mds€ au premier trimestre, soit une baisse de 10% par rapport au trimestre précédent. Dans le détail, on note une amélioration du déficit dans le secteur des machines et du matériel de transport, qui comprend également les véhicules électriques. Il s'agit néanmoins de données en valeur, biaisées par la baisse des prix à l'exportation en Chine.

**Au Royaume-Uni, le dynamisme de l'activité ralentit en mai, malgré des données encourageantes pour le secteur manufacturier.** Le PMI composite est en légère baisse en mai à 52,8, en raison du ralentissement de l'activité dans les services. Au contraire, l'activité dans le secteur manufacturier se reprend, le PMI manufacturier atteignant son plus haut niveau depuis près de deux ans. Ainsi, l'écart de croissance entre le secteur des services et le secteur manufacturier se réduit puisque 1,5 point sépare désormais les indices PMI de ces deux secteurs. Par ailleurs, selon l'enquête, la croissance des prix continue d'évoluer dans la bonne direction. Les entreprises du secteur des services signalent en effet un essoufflement de la croissance des coûts, après une hausse temporaire en avril liée à l'augmentation de 9,8% du salaire minimum. Les entreprises ont également signalé qu'une forte concurrence limite leur marge de manœuvre pour augmenter les prix.

**Par ailleurs, Rishi Sunak a annoncé que les élections générales au Royaume-Uni se tiendront le 4 juillet prochain.** Cette annonce a surpris puisque, jusqu'alors, le Premier ministre avait évoqué des élections à l'automne, sans plus de précision (les élections pouvant en théorie se tenir jusqu'en janvier 2025). Les citoyens britanniques sont ainsi appelés aux urnes pour élire les 650 députés de la Chambre des communes (chambre basse du Parlement) lors d'un scrutin uninominal à un tour, à l'issue duquel le chef du Parti majoritaire sera nommé Premier ministre. Les Conservateurs sont à la traîne dans les sondages depuis de nombreux mois, ce qui suggère que le Parti Travailliste pourrait revenir au pouvoir après 14 ans. Keir Starmer, chef du Parti Travailliste, a donc de grandes chances de devenir le nouveau locataire du 10 Downing Street. Même en cas de défaite du Parti Conservateur, il est peu probable qu'une rupture majeure dans la conduite de la politique britannique ait lieu. En effet, la situation dégradée des finances publiques britanniques laissera peu de marge de manœuvre au nouveau gouvernement pour mener des réformes budgétaires importantes. Par ailleurs, Keir Starmer a annoncé qu'il ne souhaitait pas revenir sur l'accord du Brexit, même si sa nomination pourrait permettre des relations plus apaisées entre Bruxelles et Londres.

Eloise Girard-Desbois

Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Focus : La Banque d'Angleterre pourrait retarder sa première baisse de taux, en raison d'une baisse de l'inflation moins importante qu'attendu.

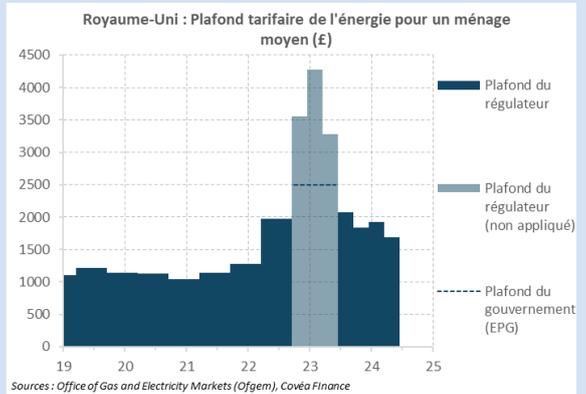
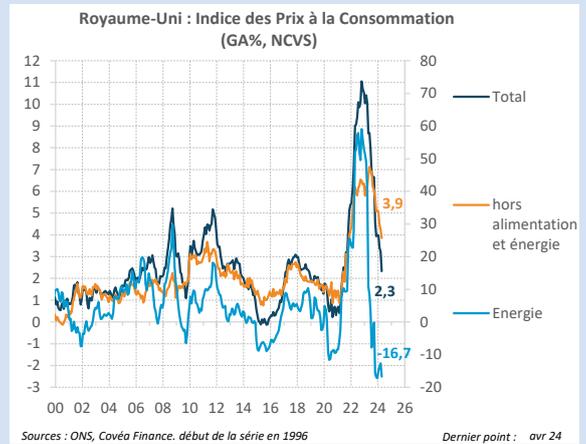
**Bien qu'en recul, les données d'inflation britannique d'avril tempèrent la probabilité d'une baisse de taux de la Banque d'Angleterre dès le mois de juin.**

**L'inflation enregistre un net recul en avril à 2,3% en glissement annuel, après 3,2% en mars.** Ce recul de l'inflation était largement anticipé, en raison d'effets de base sur l'énergie notamment. En effet, le régulateur britannique a abaissé le plafond tarifaire de l'énergie le 1<sup>er</sup> avril dernier. Il s'agit d'un plafond qui limite le montant auquel une compagnie énergétique peut facturer le kilowattheure d'électricité et de gaz. Il est ainsi passé à 1690£ pour un ménage moyen contre 2500£ en avril 2023. En conséquence, les prix de l'énergie sont en recul de 16,7% sur un an en avril et contribuent largement au recul de l'inflation.

**Le recul de l'inflation sous-jacente est bien plus modeste.** Hors alimentation et énergie, les prix ont progressé de 3,9% sur un an en avril, après 4,2% en mars. La dynamique des prix des biens non-énergétiques poursuit sa baisse, l'inflation dans ce secteur atteignant 0,6% en glissement annuel. En revanche, **les tensions sur les prix restent tenaces dans le secteur des services.** En effet, l'inflation dans les services a baissé de 0,1 point de pourcentage seulement en avril, à 5,9%. Dans le même temps, la croissance des salaires ne faiblit pas et est restée inchangée à 6,0% en glissement annuel en mars. La hausse de 9,8% du salaire minimum le 1<sup>er</sup> avril pourrait par ailleurs limiter le potentiel de baisse de la croissance des salaires, et accentuer ainsi la pression sur les prix des services.

L'évolution des prix des services est particulièrement regardée par la Banque d'Angleterre (BoE), notamment du fait de l'absence de données fiables concernant l'état du marché du travail. Lors de sa dernière réunion, la BoE n'avait pas fermé la porte à une baisse de taux dès le mois de juin. Andrew Bailey avait ainsi déclaré qu'une baisse de taux en juin n'était « ni exclue, ni un fait accompli ». **Ce chiffre d'inflation supérieur aux prévisions devrait inciter la BoE à faire preuve de prudence et pourrait la conduire à retarder la première baisse de taux.**

Il n'est pas exclu que l'inflation britannique continue de se rapprocher de la cible des 2% sur les prochains mois. Les effets de base sur l'énergie devraient néanmoins progressivement s'estomper, et l'inflation pourrait ainsi rebondir sur la deuxième partie de l'année.



Eloïse Girard-Desbois

Economiste

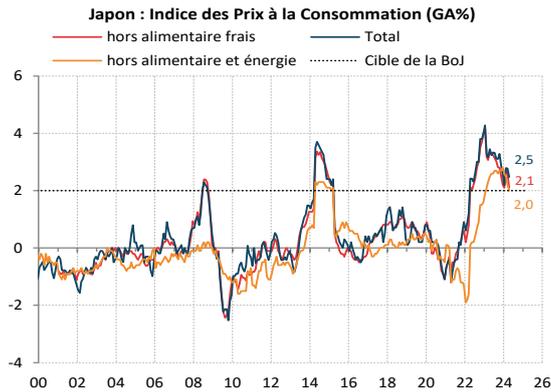


# Suivi Macroéconomique

## Asie

« Les tensions commerciales poursuivent leur escalade entre la Chine et les pays occidentaux »

**Au Japon, l'inflation poursuit son ralentissement.** La croissance de l'indice des prix à la consommation s'est modérée à 2,5% en glissement annuel (GA) en avril (après 2,7% en mars) mais reste toujours au-dessus de la cible de 2% de la Banque du Japon (BoJ). Cette modération s'est largement généralisée aux différentes sous-composantes de l'indice. En particulier, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) a ralenti à 2%, après 2,2% en mars, reflétant notamment la modération des prix dans les services. Après 14 mois d'évolution négative, les prix de l'énergie se sont stabilisés (+0,1% en GA) et devraient progresser au cours de l'été, avec la fin des subventions du gouvernement sur les prix de l'électricité et du gaz. Du côté de la BoJ, le gouverneur Ueda a évoqué la réalisation de progrès dans le redressement des anticipations d'inflation et le gouverneur adjoint, Shinichi Uchida, a déclaré que la fin de la lutte contre la déflation était en vue. Toutefois, les banquiers centraux ont également mis l'accent sur la prudence nécessaire dans la conduite de la politique monétaire dans un contexte particulièrement incertain.



Sources : Thomson Reuters, Japan Statistics Bureau, Covéa

**L'industrie japonaise montre enfin des signes de redressement, selon l'enquête PMI.**

Après être resté en zone de contraction pratiquement toute l'année 2023 et début 2024, le PMI manufacturier s'est redressé pour atteindre 50,5 en mai (+ 0,9 point par rapport à avril), soit un niveau indiquant une légère expansion de l'activité. En outre, l'indice PMI services rapporte toujours une expansion bien plus marquée de l'activité à 53,6, mais il s'inscrit toutefois un recul de 0,7 point par rapport au mois précédent, indiquant donc une modération de la vigueur des activités de services.

**Les tensions commerciales poursuivent leur escalade alors que la Chine serait sur le point d'annoncer des hausses de droits de douane sur ses importations de véhicules.**

Les autorités seraient prêtes à imposer des droits de douane allant jusqu'à 25% sur les voitures importées, équipées de gros moteurs, qui affecteraient les constructeurs automobiles européens et américains. La Chambre de commerce chinoise auprès de l'UE a déclaré, sur les réseaux sociaux, avoir été informée de cette mesure potentielle par des « initiés ». Cette communication intervient alors que l'UE doit prochainement annoncer les résultats de son enquête sur les subventions accordées par la Chine aux véhicules électriques qui pourraient se traduire par de nouvelles restrictions commerciales. Elle fait également suite à l'annonce de fortes hausses de droit de douane du gouvernement américain sur les importations de plusieurs produits chinois il y a quelques semaines.

**Sur le plan géopolitique, les tensions se renforcent entre la Chine et Taïwan.**

Les autorités chinoises ont lancé des exercices militaires de grande ampleur autour l'île. Selon la presse d'Etat, ces exercices constituent notamment une « punition » pour les actes séparatistes des forces taïwanaises et un avertissement contre l'ingérence et la provocation des forces extérieures ». Ces exercices ont débuté trois jours après la prise de fonction du

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
PMI Services	Indice	mai-24	53,6	54,3	50,4	53,5
PMI Manuf.	Indice	mai-24	50,5	49,6	52,1	49,0
Inflation	IPC, NCVS, GA%	avr.-24	2,5	2,8	2,5	3,3
JP Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	avr.-24	2,0	2,2	0,2	2,5
Exportations	Val, CVS, GA%	avr.-24	7,2	9,3	18,2	2,9
Importations	Val, CVS, GA%	avr.-24	1,5	1,7	40,3	-7,1

\* Du 20/05/2024 au 26/05/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

nouveau président de Taïwan, Lai Ching-te, que le Parti communiste chinois qualifie de « dangereux séparatiste ». Lors de son discours d'investiture, Lai Ching-te s'est engagé à préserver le statu quo dans le détroit de Taïwan et a appelé Pékin à travailler avec lui pour la paix et la prospérité commune au lieu de s'engager dans l'intimidation militaire. Il a toutefois également déclaré que Taïwan devait redoubler d'efforts pour préserver sa souveraineté et se défendre contre les empiètements et les menaces de la Chine.

**En Corée du Sud, la banque centrale a maintenu son taux directeur inchangé à 3,5%.** Néanmoins, la révision à la hausse de leurs projections de croissance pour 2024 à 2,5 % (2,1% auparavant) et l'évocation de risques haussiers sur l'inflation dans leurs communications semblent indiquer que les banquiers centraux pourraient maintenir une politique monétaire restrictive pour une période plus longue qu'initialement prévu. Sur le plan budgétaire, le gouvernement a renforcé son soutien au secteur des semi-conducteurs avec l'annonce d'un plan de 19 Mds\$, visant notamment à étendre les avantages fiscaux pour les investissements dans cette industrie.

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.