

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

17 Juin 2024

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Le retour du risque politique

2024 promettait d'être une année mouvementée sur le front des élections, commençant par Taiwan en janvier pour se terminer par les élections présidentielles américaines en novembre, en passant bien évidemment par les élections européennes. La séquence politique française qui vient de s'ouvrir témoigne du risque politique majeur que nous décrivions dans nos Perspectives Economiques et Financières de début d'année. Nous mettons en garde contre le retour d'une aversion au risque, alors que les opinions publiques n'ont rarement été aussi polarisées. Une polarisation qui est, elle-même, née de l'accroissement des inégalités de revenu et de patrimoine, accentuées ces dernières années par une inflation que nous pensons durablement élevée.

Alors que l'indice CAC 40 atteignait ses plus hauts niveaux il y a 10 jours, et tandis que les taux d'intérêt sur la dette française n'avaient pas réagi à la dégradation de la note de la France par l'agence de notation S&P, la semaine écoulée est venue rebattre les cartes des convictions et des positions des investisseurs. En une semaine, l'indice boursier parisien a perdu plus de 6% et la prime de risque de la dette française par rapport à l'Allemagne a retrouvé ses points hauts de 2017.

Les évolutions à court terme des marchés financiers permettent de fixer un prix sur le risque politique. Face à l'incertitude des élections législatives françaises et au regard du spectre très large de mesures pouvant en résulter, cette prime de risque devrait donc continuer d'être intégrée sur les marchés au cours des prochaines semaines.

Toutefois, depuis plusieurs années, nos Perspectives Economiques et Financières s'attachent à décrypter un monde plus conflictuel, moins coopératif dans lequel les entreprises doivent s'adapter, repenser leur modèle de développement pour faire face à l'accroissement des risques, qu'ils soient politiques, géopolitiques, réglementaires ou financiers. Cette nouvelle séquence s'inscrit pleinement dans le champ des possibles que nous nous attachons à décrypter, y compris à travers ce suivi hebdomadaire.

Nos investissements s'inscrivent dans un temps long, appuyés par des analyses rigoureuses des risques et des opportunités. Notre méthode de gestion, assise sur la détermination de points d'intervention majeurs, tant sur les taux que sur les actions, nous permet de saisir les opportunités qui apparaissent dès lors que les primes sur les risques que nous avons préalablement identifiés, nous semblent intéressantes.

À ce titre, nous avons conscience que les semaines à venir pourraient être agitées, mais nous sommes également confiants dans notre capacité à les supporter et agir en utilisant les marges de manœuvre que nous nous sommes données depuis le début de l'année.

### Sommaire

#### Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

#### Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis  
Europe  
Asie

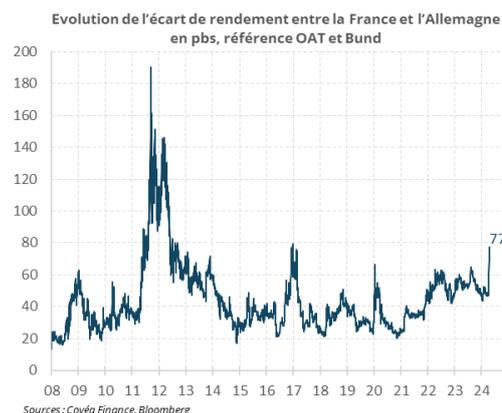
Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



### Focus de la semaine

« Evolution des primes de risque entre l'Allemagne et la France »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	14/06/24	15/03/24	T-12 mois	15/03/24	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,070	1,089	1,095	-1,7	-2,2
€ / £	0,844	0,855	0,856	-1,3	-1,4
€ / Yen	168,43	162,31	153,55	3,8	9,7
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	83	85	76	-3,2	9,2
Indice CRB*	545	536	553	1,7	-1,4
Prix de l'once d'Or	2 331	2 162	1 958	7,9	19,1
Prix de la tonne de cuivre	9 742	9 072	8 558	7,4	13,8
Indice Baltic Dry**	1 948	2 374	1 094	-17,9	78,1
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	3 379	1 773	934	90,6	261,7

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

# Analyse de l'évolution des marchés

## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

La semaine dernière a été riche en publications et événements sur le marché des taux, impliquant une forte volatilité. En Europe, le début de la semaine a été orienté à la hausse, suite au résultat des élections européennes et à l'annonce de la dissolution de l'Assemblée en France. Les taux européens ont alors touché des points hauts de l'année (jusqu'à 3,32% pour le taux à 10 ans français par exemple). La deuxième partie de semaine a été orientée à la baisse, poussée par les publications des chiffres d'inflation et d'emplois aux États-Unis. Dans ce contexte, les taux à 10 ans baissent de 23 points de bases à 2,36% en Allemagne, de 7 points de base à 3,93% en Italie et de 4 points de base en Espagne à 3,29%. Seule la France affiche une hausse sur la semaine de 3 points de base à 3,13%. On assiste à un écartement de la France par rapport à l'Allemagne : sur les références à 10 ans, cet écart atteint 77 points de base, un point haut depuis plus de 7 ans.

Sur le marché du crédit, le climat d'aversion pour le risque tire les primes de risque à l'écartement. Les indices IG s'écartent de 13 points de base et l'indice haut rendement s'écarte de 42 points de base.

### Le Focus de la semaine : Droits de douane sur l'importation des véhicules électriques dans l'UE

La Commission européenne a annoncé, mercredi 12 juin, les conclusions provisoires de son enquête sur les chaînes de valeur des véhicules électriques en Chine, lancée après le constat que les constructeurs chinois, dont les coûts seraient inférieurs de 30% ou plus à ceux des Européens, ont conquis 19% du marché européen des véhicules électriques l'année dernière (contre 16% en 2022). L'enquête, menée sur la base de données fournies par les constructeurs, a scruté toute la chaîne de valeur de la fabrication d'un véhicule électrique, de la mine qui produit le lithium pour les batteries, jusqu'à l'expédition des voitures vers l'Europe. Elle conclut que les producteurs chinois bénéficient de « subventions déloyales ». Elle a aussi mis à jour une série d'avantages financiers, en particulier des obligations vertes émises à un taux inférieur à celui disponible sur les marchés internationaux et des taux de refinancement préférentiels pour les fonds visant à soutenir le secteur.

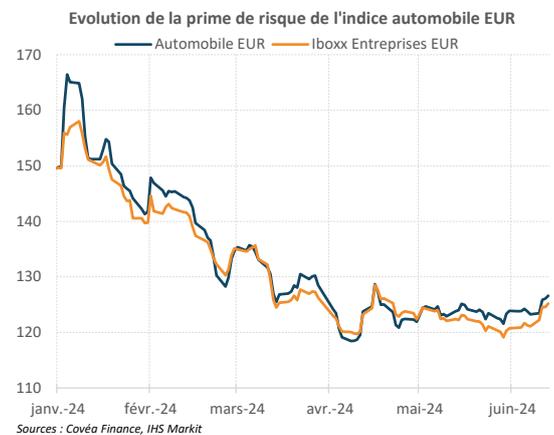
Des discussions vont s'ouvrir avec les autorités chinoises afin de réduire la menace pour les producteurs européens. Si aucune « solution efficace » n'était trouvée d'ici le 4 juillet, des droits de douanes compensatoires supplémentaires (au-delà des droits existants de 10%) s'appliqueraient aux importations de véhicules électriques en provenance de Chine, sous la forme de constitution d'une garantie. Ces droits ne seraient vraiment perçus que s'ils devenaient définitifs au terme de la procédure, c'est-à-dire en novembre 2024. Ils sont individualisés pour BYD (+17,4%), Geely (+20%) et SAIC (propriétaire notamment de la marque MG, +38,1%). Les autres producteurs qui ont coopéré à l'enquête verront leurs véhicules affectés d'une surtaxe de 21%, alors que ceux qui ont refusé de collaborer subiront l'imposition de droits de douane supplémentaires de 38,1%.

Toutes les entreprises produisant en Chine des véhicules exportés dans l'Union européenne sont concernées. C'est notamment le cas de BMW, de Dacia (groupe Renault) ou de Tesla. Le groupe américain a d'ores et déjà demandé que son cas soit étudié spécifiquement. Les résultats de cette enquête devraient être connus en septembre et les droits appliqués aux importations de Model 3 fabriqués en Chine pourraient diminuer fortement. Les autres producteurs peuvent demander examen de leur situation particulière. Ces nouvelles enquêtes ne commenceraient toutefois qu'après l'instauration des droits définitifs, donc après le 4 novembre, et dureraient 9 mois.

Le dispositif ainsi présenté est très différent de la décision des États-Unis de quadrupler des taxes à l'importation frappant les véhicules chinois (à 102,5%), dont l'objectif est clairement de protéger le développement de la production locale, alors que celui de la Commission est de rétablir des conditions de concurrence équilibrées. Les Américains imposent une mesure protectionniste, alors que les Européens parlent de « droits compensatoires », donnant au moins l'illusion qu'ils souhaitent respecter les règles de l'Organisation Mondiale du Commerce.

Les réactions sont négatives en Chine. Le gouvernement a appelé les Européens à corriger leurs mauvaises pratiques et à résoudre les problèmes commerciaux par le dialogue. Par ailleurs, des entreprises chinoises ont demandé l'ouverture d'une enquête sur d'éventuelles pratiques de dumping de la part de producteurs européens de viande porcine qui exportent en Chine. En Europe, les constructeurs automobiles allemands, qui réalisent jusqu'au tiers de leurs ventes en Chine, craignent d'être la cible de représailles de la part des autorités chinoises. De son côté, le gouvernement allemand a déclaré souhaiter ardemment qu'une solution « amicale » soit trouvée. Le Chancelier Olaf Scholz a toutefois ajouté que cela nécessiterait une évolution importante de la position et des pratiques chinoises.

On ne constate pour le moment pas d'écartement de la prime de risque du secteur automobile par rapport aux primes de risques de l'indice Iboxx, même si celle-ci reste supérieure.



Jean-Louis Mourier

Economiste



Xavier Bouscharain

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	14/06/24	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>											
Variations (en pbs)											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	0,00	0,00	0,00	0,25		
BCE - Taux Repo	4,25	4,25	4,50	4,50	4,00	0,00	-0,25	-0,25	0,25		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,75	3,75	4,00	4,00	3,50	0,00	-0,25	-0,25	0,25		
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>											
Variations (en pbs)											
Etats-Unis	4,22	4,43	4,31	3,88	3,72	-21	-9	34	50	-48	13
Allemagne	2,36	2,62	2,44	2,02	2,50	-26	-8	34	-14	-40	15
France	3,13	3,10	2,88	2,56	3,02	3	25	57	11	8	45
Italie	3,93	3,96	3,70	3,70	4,13	-3	23	23	-20	40	50
Royaume-Uni	4,06	4,26	4,10	3,54	4,39	-21	-5	52	-34	-10	48
Japon	0,94	0,98	0,79	0,61	0,43	-3	16	33	52	64	116
<b>Crédit</b>											
Variations (en pbs)											
Indice Itraxx Main	64,2	51,4	53,2	58,1	77,2	12,9	11,0	6,1	-13,0		
Indice Itraxx Crossover	331,7	289,2	304,1	309,9	404,8	42,4	27,6	21,8	-73,1		

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

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

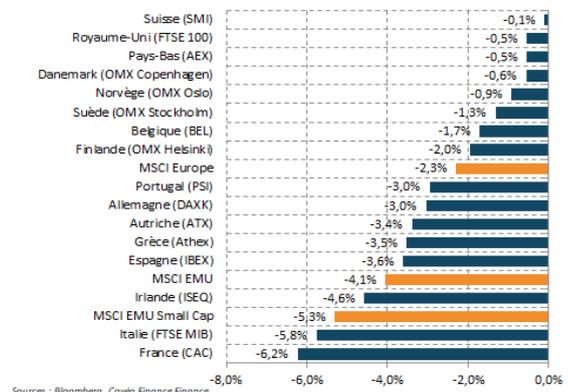
### L'analyse des marchés :

La semaine passée est clairement marquée par le retour du risque politique en zone Euro et particulièrement en France, avec l'incertitude provoquée par la tenue de nouvelles élections législatives à venir à la fin du mois. Le MSCI Europe, dividendes non réinvestis, recule de 2,3% dans ce contexte, alors que le MSCI EMU perd 4,1% et le CAC 40 plus de 6%. Les performances géographiques reflètent d'ailleurs dans leur ensemble ce risque politique puisque qu'après la France, c'est l'Italie qui enregistre la deuxième moins bonne performance à -5,8%. Les indices des pays hors zone Euro baissent moins, notamment quand on y ajoute le renforcement de l'ensemble des devises face à l'Euro.

Seule exception, les Pays-Bas (-0,5%) sont soutenus par la poursuite des bonnes performances de la sphère semi-conducteurs qui représente une part importante de l'indice local.

Enfin, l'aversion au risque se traduit aussi en termes de préférence pour la liquidité, puisque le MSCI EMU Small Caps recule de plus de 5%, ce qui ramène sa performance à l'équilibre depuis le début de l'année, loin derrière celle des indices de plus grandes capitalisations.

Performances par pays en euros - Du 07/06/2024 au 14/06/2024



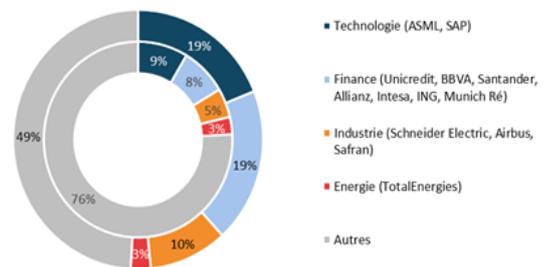
Sources : Bloomberg, Covéa Finance Finance

### Le Focus de la semaine : Concentration des performances en Europe - Edition 2024

Alors que nous approchons de la fin du premier semestre, nous vous proposons de revenir sur le sujet de la concentration des performances des indices européens depuis le début de l'année. Un sujet de structure des marchés que nous analysons, notamment dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières.

Après une année 2023 marquée par ce phénomène et pour laquelle ce sont 15 sociétés seulement qui ont expliqué à elles seules plus de la moitié de l'indice MSCI EMU, qu'en est-il en 2024 ? La tendance se poursuit et s'amplifie même puisqu'à fin mai, ce ne sont que 13 titres qui expliquent à eux seuls 52% de la performance de l'indice. Le secteur de la technologie au travers d'ASML et de SAP bénéficie de l'engouement pour la thématique de l'Intelligence Artificielle en Europe et, comme en 2023, figure parmi les plus gros contributeurs. Le secteur de la finance, grand gagnant de l'environnement de taux d'intérêts comme nous l'avons vu dans notre analyse des résultats du premier trimestre la semaine passée, participait tout autant que la technologie mais avec un nombre de sociétés plus important. On notera les fortes performances des titres du secteur bancaire, d'Unicredit à BBVA et Banco Santander mais également d'Allianz et de Munich Ré pour le segment de l'assurance. Enfin le secteur de l'industrie continue d'être porté par la performance de Schneider Electric, mais également par la sphère aéronautique, Airbus et Safran en tête, deux bénéficiaires du retour du trafic aérien sur des niveaux plus élevés qu'avant la pandémie (2019) et de l'augmentation des cadences de production en cours pour répondre à un carnet de commandes pléthorique.

Concentration des performances 2024 MSCI EMU



Sources : Bloomberg, Covéa Finance - Arc intérieur = poids dans l'indice au 31/12/23 Arc extérieur = contribution à la variation de l'indice

Deux secteurs manquent à l'appel par rapport à l'année dernière : les services aux collectivités et surtout la consommation. Pour le premier, la baisse des prix de l'électricité en Europe fait du secteur la pire performance depuis le début de l'année (-5,6% au sein du MSCI EMU dividendes non réinvestis). Pour le second, c'est la baisse de l'ensemble des constructeurs automobiles, y compris Stellantis qui figurait parmi les meilleures performances l'an passé, qui pèse sur fond d'inquiétudes sur la capacité des entreprises à maintenir les niveaux de rentabilité affichés depuis la sortie de la crise pandémique.

Julien Chevalier

Responsable d'équipe Gestion Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	14/06/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois		
MSCI EMU	161	168	164	153	148	-4,1	↓	-1,8	↓	5,6	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 013	1 059	997	966	956	-4,4	↓	1,6	↑	4,8	↑
MSCI EMU Small Cap	412	439	421	426	409	-6,3	↓	-2,3	↓	-3,3	↓
MSCI Europe	172	176	169	161	156	-2,3	↓	1,3	↑	6,9	↑
France CAC 40	7 503	8 002	8 164	7 543	7 291	-6,2	↓	-8,1	↓	-0,5	↓
Allemagne DAX 30	6 916	7 133	7 074	6 629	6 455	-3,0	↓	-2,2	↓	4,3	↑
Italie MIB	32 665	34 660	33 940	30 352	27 732	-5,8	↓	-3,8	↓	7,6	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 147	8 245	7 727	7 733	7 628	-1,2	↓	5,4	↑	5,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 655	9 709	9 038	8 920	8 910	-0,6	↓	6,8	↑	8,2	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

**En Asie**, les indices terminaient la semaine avec des performances contrastées. Les pays d'Asie du Nord (Corée du Sud, Taiwan) affichaient les meilleures performances compte tenu de leur exposition à la chaîne de valeur des semiconducteurs après les bonnes publications de Broadcom aux Etats-Unis et le rebond d'Apple. L'Inde poursuivait son rebond, les investisseurs étant rassurés par la constitution du nouveau gouvernement, et notamment par la reconduction d'un grand nombre de ministres de M. Modi. A l'inverse, la Chine était en forte baisse pénalisée par une série de mauvais indicateurs économiques, les annonces de taxes à l'importation sur les véhicules chinois par l'Union européenne et les risques de nouvelles sanctions américaines sur le secteur technologique. Dans la thématique de la sécurisation des chaînes d'approvisionnement, on notera l'accord entre la Corée du Sud et le Kazakhstan pour l'exploitation de certains matériaux critiques notamment le lithium, l'uranium ou les terres rares.

**Aux Etats-Unis**, le S&P 500 clôture la semaine en hausse, tiré principalement par le secteur technologique et le narratif autour de l'intelligence artificielle après une série de bonnes publications (Broadcom et Oracle sur la croissance de l'infrastructure informatique dédiée à l'IA et Adobe sur l'adoption des applications d'IA) et la remontée d'Apple suite au dévoilement de nouvelles fonctionnalités IA qui pourraient accélérer le cycle de remplacement de ses produits. La plupart des autres secteurs terminaient en territoire négatif, notamment le secteur financier en lien avec la réduction des anticipations de baisses de taux cette année de la part de la FED. Le secteur pétrolier affichait la plus forte baisse, pénalisé par la hausse des réserves de brut américaines. Côté sociétés, notons les annonces de la part de Tesla d'augmentation des prix de son modèle 3 en Europe importé de Chine, en réponse aux taxes à l'importation européenne.

### Le Focus de la semaine : Point sur les investissements pétroliers

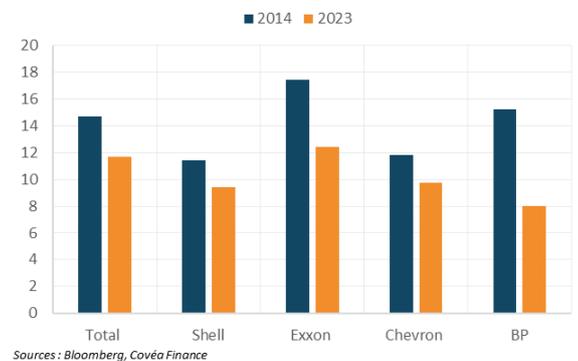
Selon le dernier rapport du Forum international de l'énergie, les dépenses d'investissement dans l'exploration et la production pétrolière et gazière devront augmenter de 22% d'ici 2030 (de \$600 milliards en 2023 pour atteindre \$738 milliards d'ici 2030) afin de garantir un approvisionnement adéquat et ainsi faire face à la hausse de la demande, mais également à l'inflation des coûts.

L'hypothèse sous-jacente est une augmentation de la demande de pétrole à l'horizon 2030, passant de 103 mb/j à 110 mb/j. Cette annonce se fait après 3 années de reprises des investissements, alors même que ces derniers avaient fortement baissé entre 2015 et 2020 dans le sillage de la forte baisse des prix de l'or noir. Depuis 2020, les investissements se sont portés majoritairement sur des projets de type « cycle court » (schiste américain, extension de projets en eaux profondes...). L'avantage de ces investissements pour les groupes pétroliers est qu'ils ont tendance à dégager des taux de rendement plus élevés et sont opérationnellement moins complexes, ce qui réduit le risque d'exécution.

Néanmoins, cette typologie de projets n'est pas sans conséquence sur la stabilité future du marché pétrolier. En effet, en investissant dans des projets de type « cycle court », la durée moyenne de vie d'un champ est plus faible, cela se reflète aussi dans la durée de vie des réserves prouvées des grandes compagnies intégrées qui est autour de 10 ans (Chevron 9.7 ans, Exxon 12.4 ans, Total 11.7 ans...) et qui a baissé sensiblement depuis 2014. L'accent mis sur le retour sur investissement rapide, la maximisation du flux de trésorerie opérationnel et la « discipline » en matière d'allocation du capital pourraient donc handicaper la production de pétrole sur le long terme, via la réduction de la durée de vie des ressources pétrolières.

Dans ce contexte, le rapport du Forum international de l'énergie apparaît comme un « avertissement » sur les conséquences d'un investissement majoritairement orienté sur les projets de « cycle court ». Il semblerait que les actifs pétroliers de type « cycle long » ne soient plus exploités en raison d'un manque d'appétit pour ce type d'investissements dans un contexte de transition énergétique. Et pourtant, des marchés de l'énergie stables et bien approvisionnés ont pour conséquence des prix du pétrole moins élevés et moins volatils, ce qui permet aux grandes sociétés pétrolières intégrées de continuer à investir une part non négligeable de leurs flux de trésorerie opérationnels dans les technologies de transition énergétique (capture de carbone, hydrogène vert...). Dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, nous avons identifié les risques de sous-investissements dans le domaine des hydrocarbures classiques comme un élément créateur de plus grande volatilité sur le marché pétrolier.

Réserves des sociétés pétrolières (en années de production)



Sophie Pons

Adjointe au Responsable d'équipe Gestion Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	14/06/24	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	5 432	5 347	5 117	4 770	4 426	1,6 ↑	6,1 ↑	13,9 ↑	22,7 ↑	2,5 ↑	8,0 ↑	17,4 ↑	25,5 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	38 589	38 799	38 715	37 690	34 408	-0,5 ↓	-0,3 ↓	2,4 ↑	12,2 ↑	0,4 ↑	1,4 ↑	5,6 ↑	14,7 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	17 689	17 133	15 973	15 011	13 783	3,2 ↑	10,7 ↑	17,8 ↑	28,3 ↑	4,2 ↑	12,7 ↑	21,5 ↑	31,2 ↑
Japon Nikkei 300	586	589	573	500	486	-0,6 ↓	2,2 ↑	17,1 ↑	20,5 ↑	-0,1 ↓	-1,5 ↓	8,2 ↑	9,9 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 758	2 723	2 667	2 614	2 609	1,3 ↑	3,4 ↑	5,5 ↑	5,7 ↑	2,1 ↑	1,1 ↑	2,0 ↑	-1,1 ↓
Chine - Shanghai	3 033	3 051	3 055	2 975	3 253	-0,6 ↓	-0,7 ↓	1,9 ↑	-6,8 ↓	0,3 ↑	0,2 ↑	3,0 ↑	-6,4 ↓
Hong Kong Hang Seng	17 942	18 367	16 721	17 047	19 829	-2,3 ↓	7,3 ↑	5,2 ↑	-9,5 ↓	-1,4 ↓	9,3 ↑	8,5 ↑	-7,4 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 077	1 073	1 035	1 024	1 024	0,3 ↑	4,1 ↑	5,2 ↑	5,2 ↑	1,3 ↑	5,9 ↑	8,5 ↑	7,6 ↑

Sources : Bloomberg, Covêa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Ruptures en chaîne

En France, l'Agence Nationale de Sécurité des Médicaments (ANSM) signalait près de **5 000 cas de tensions et ruptures de stock de médicaments** pour l'année 2023. Aussi, et plus largement dans toute l'Europe, les tensions d'approvisionnement tendent à se généraliser : l'ensemble des acteurs de la chaîne du médicament est touché - fabricants, grossistes répartiteurs, pharmaciens - ainsi que toutes les classes thérapeutiques de médicaments.

**Les médicaments essentiels ne sont pas épargnés** : paracétamol, amoxicilline, lidocaïne ou traitement du diabète. La dépendance de l'Europe dans son approvisionnement en médicaments est un phénomène antérieur à la pandémie de Covid 19. En 2018, une étude de l'European Association of Hospitals Pharmacists recensait déjà cette problématique, avec 35% des hôpitaux confrontés au moins 1 fois par jour à des pénuries de médicaments. Pour autant, toutes ces alertes n'ont pas les mêmes impacts ni la même médiatisation. Les cas critiques, comme **les médicaments d'importance thérapeutique majeure difficiles à substituer** - non génériques et/ou ayant peu de variétés de conditionnement - concerneraient environ **40% des signalements**. Une situation de rupture peut se produire plusieurs fois dans l'année pour un même médicament, avec des motifs différents. Prenons l'exemple de l'amoxicilline, un antibiotique à usage courant. Son approvisionnement est sous tension depuis plusieurs années, en raison de problèmes récurrents de stockage et de conditionnement sous sa forme injectable (utilisée par le système hospitalier). La pénurie a été beaucoup plus visible en 2023, quand elle a touché cette fois la forme pédiatrique délivrée en officine. La raison : des prévisions de consommation sous estimées par les laboratoires compte tenu de la baisse des maladies infantiles durant le confinement.

Techniquement, des capacités industrielles existent en Europe et plusieurs étapes de la production des médicaments y sont déjà réalisées.

Comment des pays européens producteurs de médicaments, affichant une balance commerciale largement excédentaire et comptabilisant des milliers d'emplois sur leurs sols, peuvent être autant affectés ? Plusieurs éléments s'additionnent. Des fragilités structurelles - la chaîne d'approvisionnement complexe et fragmentée, nombreux sous traitants, auxquels s'ajoutent des difficultés ponctuelles inhérentes à l'industrie (retards de livraison, défauts de qualité, phénomènes épidémiques).

L'enjeu sanitaire étant majeur, **pourquoi est-il si difficile de rapatrier la production** en Europe ? Une réponse pourrait se trouver à l'origine du processus, la production d'API - c'est-à-dire la substance active du médicament. Plusieurs techniques sont à maîtriser, variable selon le type de médicament (chimique ou biologique). Or, la production d'API est doublement concentrée : géographiquement - en Chine et en Inde, avec des estimations allant jusqu'à 80% de la production mondiale contre 20% il y a 30 ans - et sur un petit nombre d'acteurs (pour certains API seulement 2 ou 3 producteurs au monde) largement contrôlés par les grands laboratoires, détenteurs des brevets. **La raison semble relever de l'ordre environnemental** : l'opacité organisée rend l'évaluation des risques environnementaux difficile. La production industrielle d'API étant particulièrement polluante, il est difficile de la rapatrier en Europe, où les normes réglementaires sont plus strictes.

Les dernières mesures gouvernementales françaises ne portent que sur l'aval du processus industriel de la production. Depuis cette année, le ministre chargé de la santé peut désormais publier les molécules obligatoirement distribuées à l'unité par arrêté ministériel en cas de forte tension. Dans la liste des mesures dont il dispose, il peut également imposer la réalisation d'un test en pharmacie avant la délivrance d'un antibiotique ou interdire la prescription en téléconsultation. Les parlementaires ont également renforcé les pouvoirs de l'ANSM dans la loi du budget de la Sécurité Sociale 2024, en durcissant les niveaux de stocks requis chez les grossistes et les sanctions imposées en cas de manquement.

En amont, la solution la plus radicale, la mise en place d'une production publique comme c'est le cas au Brésil, semble complexe. Si cette option est recommandée dans les propositions de réforme, son application reste exceptionnelle (en France pour la production publique de curares en 2021). Dans un premier temps, les négociations entre laboratoires et autorités nationales portent sur la revalorisation des prix de vente des médicaments génériques en contrepartie de la relocalisation de la production de médicaments essentiels. Une seconde option, plus contraignante pour les laboratoires, serait d'imposer des mesures juridiques plus restrictives, comme **la levée des brevets non innovants** - une technique largement utilisée pour allonger les durées des brevets - ou encore abroger les « doublons » d'études cliniques actuellement nécessaires - une barrière concurrentielle réelle, chaque laboratoire devant réaliser sa propre étude, coûteuse, à molécule équivalente.

Ces changements pourraient rebattre les cartes entre les acteurs du secteur, au profit des plus innovants et des généralistes.

Comme nous le soulignons dans nos Perspectives Economiques et Financières, l'intégration des points critiques de leur chaîne de valeur est la clé pour les entreprises. Les brevets sont parmi les actifs les plus importants des portefeuilles des grands laboratoires. Dans un contexte de tensions politiques exacerbées et de finances publiques contraintes, la protection de la propriété intellectuelle, telle qu'elle est appliquée aujourd'hui au sein des marchés pharmaceutiques particulièrement régulés, pourrait connaître des évolutions impactantes pour les acteurs.

Laurence Coldrey

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

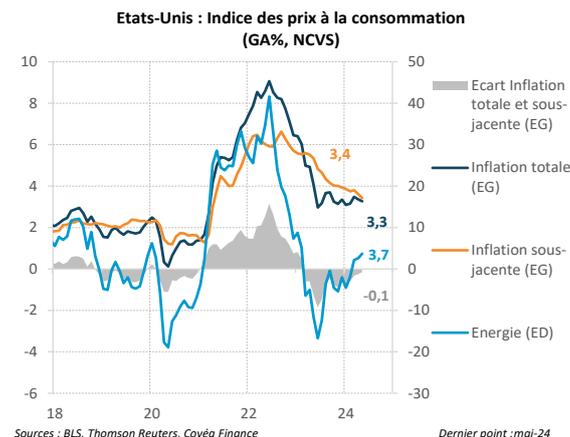
« La Réserve fédérale reste prudente »

**Après un début d'année marqué par la persistance des pressions inflationnistes, la dynamique des prix semble se modérer au deuxième trimestre.**

L'indice des prix à la consommation est resté stable en mai, après une hausse de 0,3% en avril. Hors alimentation et énergie, la progression se limite à 0,2% (après 0,3% en avril). En rythme annuel, l'inflation s'établit à 3,3% et l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) reflue à 3,4% après 3,6% le mois précédent. Les prix de l'énergie enregistrent un net recul (-2% sur le mois) après trois mois de forte progression. Concernant l'inflation sous-jacente, la modération provient de la partie services hors loyers qui ne progresse pas en séquentiel, pour la première fois depuis septembre 2021. Cette composante, mise en avant par le Président Jerome Powell pour jauger de la tendance sous-jacente des prix, marque le pas après un début d'année très soutenu (+0,6% en moyenne sur les quatre premiers mois). On relève en particulier une modération de la forte progression des prix des assurances de véhicules (-0,1% après

+1,8%). Cette inflexion pourrait marquer un changement de tendance de cette composante qui affiche une croissance annuelle de 20%. En revanche, les loyers (réels et imputés aux propriétaires) maintiennent une dynamique robuste (+0,4%). Après les données d'avril qui suggéraient une atténuation des tensions, l'inflation du mois de mai indique que le dynamisme des prix du début d'année s'essouffle quelque peu, ce qui devrait rassurer les banquiers centraux américains. Mais cela semble encore insuffisant pour les rendre suffisamment confiants dans le fait que l'inflation est sur le chemin de la cible de 2%, condition énoncée par les membres du comité de politique monétaire pour envisager un assouplissement monétaire.

**Le comité de politique monétaire (FOMC) a en effet laissé son taux directeur inchangé à [5,25%; 5,5%] lors de la réunion de juin** et répété sa volonté d'être patient, afin de s'assurer que l'inflation est sur la bonne voie. Les banquiers centraux ont ajusté leurs prévisions de trajectoire de taux dans un sens plus restrictif, prenant acte de la persistance de l'inflation. La médiane des prévisions individuelles pour le taux directeur prévoit désormais une seule baisse de 25 points de base (bp) cette année (contre trois dans le dernier jeu de prévisions datant de mars), quatre en 2025 (trois en mars) et quatre en 2026 (trois). Finalement, l'ampleur de la baisse envisagée reste la même, mais avec un départ plus tardif du mouvement. Pour 2024, sur les 19 participants du FOMC, 4 ne prévoient pas de baisse cette année, 7 comptent procéder à une baisse et 8 à deux baisses. Si la médiane indique donc un seul mouvement en 2024, les vues sont en réalité assez équilibrées entre 1 et 2 baisses d'ici la fin d'année, un élément souligné par Jerome Powell lors de sa conférence de presse. Rappelons qu'il reste désormais quatre réunions de politique monétaire en 2024 (en juillet, septembre, novembre et décembre). La médiane des prévisions pour le taux



Sources : BLS, Thomson Reuters, Covéa Finance

Dernier point : mai-24

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
Indice de confiance NFIB	Indice mai-24	90,5	89,7	92,4	90,7
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice juin-24	65,6	69,1	59,0	65,4
Inflation	IPC, GA%, NCVS mai-24	3,3	3,4	8,0	4,1
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS mai-24	3,4	3,6	6,2	4,8

\* Du 10/06/2024 au 16/06/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

directeur de long terme (taux neutre théorique) a par ailleurs été de nouveau relevé (2,75%, après 2,56%), ce qui signifie que les banquiers centraux estiment que le taux directeur doit désormais être plus élevé pour être restrictif. En termes de croissance, les prévisions restent stables à 2,1% pour 2024 et 2% pour 2025. L'inflation est en revanche révisée en hausse de 0,2 point pour 2024, tant pour l'indice total que pour l'indice hors alimentation et énergie à respectivement 2,6% et 2,8%. Le taux de chômage est toujours envisagé en hausse modérée d'ici la fin d'année, à 4%. Ces prévisions illustrent le sentiment au sein du comité qu'il n'y a pas d'urgence à agir. Par ailleurs, le communiqué de presse publié à l'issue de la réunion n'a été que peu modifié. Il fait état de « modestes progrès » concernant la lutte contre l'inflation, en comparaison d'un « manque de progrès » décrit dans le communiqué de mai. M. Powell a précisé que les données d'inflation de mai étaient en effet un pas dans la bonne direction, mais davantage de progrès seront nécessaires pour avoir suffisamment de confiance dans un retour durable de l'inflation à sa cible. **Ces éléments traduisent une volonté de prolonger le statu quo, une orientation en ligne avec nos Perspectives Economiques et Financières.**

L'indicateur NFIB de confiance des PME a très légèrement progressé en mai, passant de 89,7 à 90,5, un niveau qui reste toutefois très en deçà de sa moyenne de long terme qui se situe à 98. Sur le mois, l'évaluation des conditions économiques progresse de 7 points, mais reste très faible avec 30% des entreprises interrogées estimant que ces conditions se sont dégradées. Seulement 8% des entreprises estiment que les stocks sont trop bas, une proportion au plus bas depuis 1981. La proportion d'entreprises prévoyant d'augmenter la rémunération des travailleurs est tombée à 18% en mai, son niveau le plus bas depuis le 1er trimestre 2021. Ces éléments vont dans le sens d'un marché du travail sur la voie du rééquilibrage.

Du côté des ménages, la confiance du consommateur calculée par l'Université du Michigan s'est de nouveau dégradée en juin selon l'estimation préliminaire. L'indicateur d'enquête passe de 69,1 à 65,6 points, au plus bas depuis novembre dernier. Le recul concerne à la fois l'évaluation de la situation présente (-7,1 points) et les perspectives (-1,2 points). Ainsi, le rebond de la confiance des ménages qui était intervenu au tournant de l'année s'est désormais évaporé, sur fond de persistance des tensions inflationnistes et de remontée des taux d'intérêt.

Sur le plan géopolitique, le gouvernement américain a annoncé un renforcement des sanctions sur les exportations vers la Russie avec des nouvelles mesures qui viseront notamment les vendeurs de semi-conducteurs issus de pays tiers fournissant à la Russie des puces pouvant être utilisées sur le champ de bataille en Ukraine. Ces mesures devraient concerner des entreprises chinoise. En plus des semiconducteurs, les exportateurs de machines-outils sont également visés.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

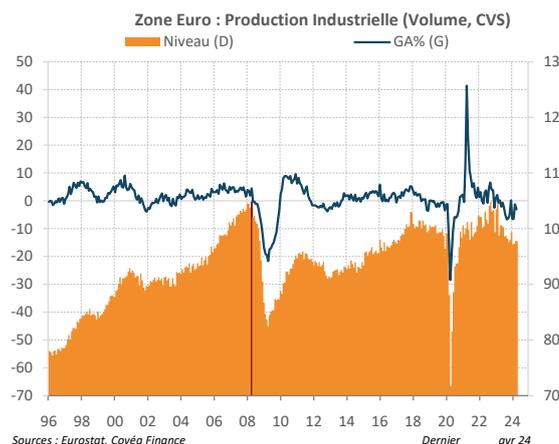


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Un marché du travail toujours tendu en zone euro »

**Les élections tenues du 6 au 9 juin n'ont pas bouleversé les grands équilibres au Parlement européen.** Toutefois, les partis affiliés à des groupes de droite ont gagné des sièges au détriment des écologistes, des partis de gauche et des centristes de « Renew », frappé par le désaveu infligé par les électeurs français à Renaissance et par la disparition, en Espagne, de Ciudadanos, ce dernier groupe a perdu 22 élus, les Verts 19, les Sociaux-Démocrates 3 et la Gauche 2. Le Parti Populaire Européen a vu le nombre de ses députés progresser (+14) et les groupes de droite radicale ont collectivement gagné 16 sièges. D'autres formations d'extrême droite ne sont pour le moment pas affiliées à un groupe parlementaire, à l'instar de l'AFD allemande ou du Fidesz hongrois. Au regard de ces résultats, il est probable que la « très grande coalition » entre le PPE, Renew et le SD sera reconduite. Parallèlement, Ursula Von der Leyen reste favorite pour se voir confier un second mandat à la présidence de la Commission européenne.



Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	Prod. industrielle	Vol, NCVS, GA%	avr.-24	-3,0	-1,2	2,2	-2,2
IT	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	avr.-24	-2,8	-3,2	0,4	-2,1
RU	Taux de chômage	% de la pop. active	mars-24	4,4	4,3	3,8	4,0
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	avr.-24	-0,4	0,5	-3,5	-0,4

\*Du 10/06/2024 au 16/06/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Après deux mois consécutifs de hausse, **la production industrielle de la zone euro a baissé de 0,1% en glissement mensuel (GM) en avril.** Le recul de l'activité dans les biens intermédiaires explique entièrement ce mouvement, alors que les évolutions sont positives dans les secteurs de l'énergie, des biens d'investissement et des biens de consommation, durables comme non-durables. Sur un an, la production industrielle s'affiche en baisse de -3,0%, après -1,2% en mars.

La balance commerciale de la zone euro a enregistré un excédent de 15Mds€ en avril, contre un déficit de 11Mds€ pour le même mois un an plus tôt. Alors que le redressement de la situation commerciale de la zone euro s'expliquait depuis plusieurs mois par la baisse des prix des importations, ce n'est plus vraiment le cas. Les importations en valeur étaient en légère hausse sur un an en avril, alors que les exportations affichaient une progression de 14%.

**Le taux de vacance de l'emploi (emplois non-pourvus dans les entreprises) est resté stable au premier trimestre dans la zone euro, à 2,9%.** Il a certes baissé depuis son plus haut du deuxième trimestre 2022, mais la décline est lente et il reste sensiblement supérieur à son niveau d'avant la pandémie de Covid-19.

**Plusieurs membres du Conseil des gouverneurs de la BCE ont livré des explications de leur décision de baisser les taux directeurs européens lors de leur réunion du 6 juin dernier, tout en délivrant un discours propre à moduler les attentes de poursuite de détente de la politique monétaire ces prochains mois.** Christine Lagarde a repris les arguments développés durant sa conférence de presse et réaffirmé que les prochaines décisions dépendront des données publiées et plus particulièrement sur l'évolution des salaires et des éléments susceptibles de freiner la transmission de leur hausse à l'inflation

(comportement de marge des entreprises, productivité). De ce fait, le statu quo pourrait être maintenu pendant plusieurs réunions, d'autant que la BCE se veut aussi attentive aux effets de contagion liés aux décisions (ou non-décisions de la Fed). De son côté, Philip Lane a indiqué que le degré élevé d'incertitude et les tensions inflationnistes encore fortes au regard des indicateurs d'inflation domestique, de prix des services et de salaires imposent de maintenir une politique monétaire restrictive. Mais la BCE essaie de se montrer agile et de réagir de manière appropriée aux données. Enfin, Oli Rehn, gouverneur de la Banque de Finlande, a insisté sur la rapide baisse de l'inflation « notamment depuis septembre dernier ». Il rappelle aussi que, malgré un parcours plus chaotique, les équipes de la BCE prévoient toujours que le taux d'inflation revienne à 2% en fin d'année prochaine.

La Commission européenne a annoncé la grille des droits de douanes supplémentaires qui seront appliqués aux véhicules électriques importés de Chine à partir du 4 juillet, si aucun accord n'est trouvé d'ici-là (voir suivi obligatoire en page 2).

En France, les premiers sondages confirment, sans surprise, que le Rassemblement National est le grand favori pour remporter les élections législatives, avec les faveurs déclarées de 31% à 35% des électeurs qui expriment un choix, devant le Nouveau Front Populaire (alliance de LFI, du Parti Communiste, des Verts et du Parti Socialiste). Les projections en sièges, extrêmement incertaines à ce stade, ne donnent pas de majorité absolue au RN.

Réunis à Rome, les chefs d'Etats et de gouvernements des pays membres du G7 ont entériné le principe d'utiliser les revenus générés par les avoirs russes gelés (300Mds\$ essentiellement en Europe) pour garantir un prêt de 50Mds\$ à l'Ukraine.

**Au Royaume-Uni, le dynamisme de l'activité se modère en avril.** Après une croissance bien orientée au premier trimestre (+0,6% en glissement trimestriel) le PIB mensuel est resté stable en avril par rapport au mois précédent. La croissance dans les services (+0,2% en glissement mensuel), a compensé le déclin de la production industrielle (-0,9%) et de la construction (-1,4%). Dans le détail, ce sont les services de l'information et de la communication qui ont tiré la croissance dans le secteur (+2,3% en glissement mensuel). Dans l'industrie, la production a été pénalisée par le secteur manufacturier (-1,4% sur le mois), avec un recul particulièrement marqué dans le secteur pharmaceutique. Malgré une production manufacturière mal orientée en avril, les enquêtes PMI suggèrent que l'activité dans le secteur s'est redressée en mai. Par ailleurs, l'ONS (*Office for National Statistics*) souligne les conditions météorologiques particulièrement défavorables sur le mois, qui ont pu peser sur l'activité.

Les salaires britanniques continuent d'enregistrer une forte croissance. La croissance des salaires (hors bonus) s'est stabilisée à 6,0% en moyenne entre février et avril (en glissement annuel), un niveau similaire à la croissance moyenne observée entre décembre et février. Une partie de la croissance est à mettre en lien avec la hausse du salaire minimum (+9,8%), qui est intervenue le 1<sup>er</sup> avril. La rigidité de la croissance des salaires suggère que la modération de l'inflation dans les services pourrait être lente, ce qui pourrait amener la Banque d'Angleterre à faire preuve de prudence dans la conduite de sa politique monétaire. En parallèle, les données d'emploi suggèrent un ralentissement du marché du travail en avril. Néanmoins, ces données sont difficiles à interpréter en raison de la faiblesse du taux de réponse à l'enquête.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



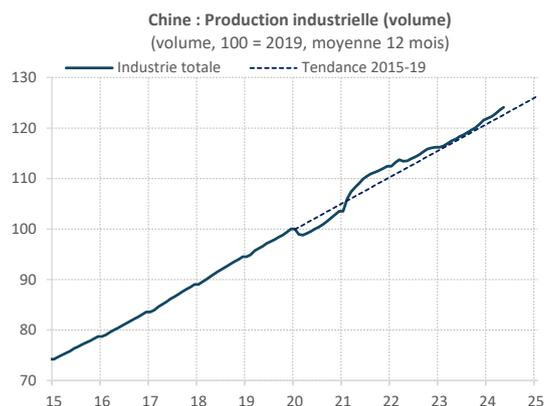
# Suivi Macroéconomique

## Asie

« En Chine, la dégradation du secteur immobilier reste le point noir des données d'activité »

Dans l'ensemble, les données d'activité chinoises sont un peu moins bien orientées en mai. La croissance de la production industrielle se modère à 5,6% (6,7% en avril) en volume en glissement annuel (GA) en lien avec un ralentissement de la dynamique des secteurs tournés vers l'exportation, tels que les smartphones (4,5% en GA après 7% en avril), l'automobile (1,3% après 15,4%) et les circuits intégrés (17,3% après 31,9%). Le renforcement des restrictions commerciales sur les importations de produits chinois à travers le monde, et en particulier aux Etats-Unis et en Europe, pourrait encore affecter ces secteurs au cours des prochains mois.

Du côté des investissements, le contraste reste marqué entre la forte dynamique des investissements dans le secteur manufacturier (9,4% en GA après 9,3% en avril) et la poursuite de la dégradation des investissements dans l'immobilier (-11% après -10,5%).



Les données sur les ventes de logements (-20,7% en GA en volume après -22,9% en avril) et sur les mises en chantier (-22,8% après -13,9%) décrivent également un secteur immobilier dont l'ajustement n'est toujours pas achevé. En outre, les investissements en infrastructures poursuivent leur modération avec une croissance de 3,8% en GA en mai (après 5,9 en avril), soit le rythme le plus lent depuis décembre 2021. Ce ralentissement reflète notamment le renforcement de la supervision de Pékin sur les autorités locales très endettées et la moindre dynamique des émissions de titres qui en a résulté depuis le début d'année. Les données de crédit de mai font toutefois état d'un redressement de ces émissions gouvernementales alors que la dynamique des crédits bancaires a ralenti (9,3% après 9,6% en avril).

Néanmoins, après s'être modérée depuis le début de l'année, la croissance des ventes au détail s'est quelque peu reprise en mai (3,7% en GA après 2,3%). Ce redressement reflète notamment une consommation vigoureuse lors des congés de la fête du Travail.

En outre, l'inflation reste faible en Chine à 0,3% en mai. Les prix de l'alimentation se sont quelque peu redressés, tirés par le rebond des très volatils prix du porc. Cette reprise a toutefois été compensée par un affaiblissement généralisé des autres composantes de l'indice. Côté énergie, la croissance des prix des carburants reste relativement forte mais elle ralentit à 6,3% sur un an (-0,6 point de pourcentage par rapport à avril). L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) s'est également modérée à 0,6% en mai contre 0,7% en avril. En revanche, l'indice des prix à la production s'est redressé, notamment en lien avec des effets de base. Si la croissance sur un an de l'indice reste négative (-1,4% en mai), il s'agit d'une bien moindre contraction par rapport à celle affichée le mois précédent (-2,5%). Les prix se sont surtout redressés dans les secteurs en amont des chaînes de production, tels que l'extraction et le raffinage, avec un prix des matières premières qui s'est

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
CH	Total des flux de crédit GA%	mai-24	8,4	8,3	9,6	9,5
	Prod. Industrielle Vol, NCVS, GA%	mai-24	5,6	6,7	3,4	4,6
	Ventes au détail Vol, NCVS, GA%	mai-24	3,7	2,3	-0,8	7,8
	Inflation IPC, NCVS, GA%	mai-24	0,3	0,3	2,0	0,2
	Inflation sous-jacente IPC, NCVS, GA%	mai-24	0,6	0,7	0,9	0,7

\*Du 10/06/2024 au 17/06/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

particulièrement redressé.

Au Japon, la banque centrale indique une réduction des achats de titres (actuellement environ 38 Mds\$ par mois) mais qui n'interviendra pas avant la prochaine réunion (30-31 juillet). Aucune indication précise n'a été communiquée sur la nature de cette baisse. Lors de la réunion de juillet prochain, la BoJ décidera d'un plan détaillé de réduction pour l'année ou les deux années à venir. Sans surprise, la fourchette cible du taux directeur a été maintenue à [0 ; 0,1%], un niveau extrêmement faible en comparaison aux autres grandes économies. Lors de sa conférence de presse, le gouverneur Ueda a indiqué que les prochains mouvements de taux dépendront de l'évolution des données sur l'économie et les prix et il n'a pas exclu la possibilité d'une hausse dès juillet. L'appréciation de la BoJ sur l'inflation reste largement inchangée. Les banquiers centraux considèrent toujours que des pressions inflationnistes durables, entretenues par la formation d'un cercle vertueux entre salaires et prix, prendra progressivement le relai de pressions temporaires (énergie, prix des importations). Le gouverneur Ueda a toutefois indiqué que la BoJ constate des signes d'une nouvelle accélération des prix à l'importation, due en partie à la faiblesse du yen, qu'elle devra intégrer dans la conduite de sa politique monétaire.

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.