

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

15 Juillet 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Souveraineté et Stratégie d'entreprises

Nos Perspectives Economiques et Financières décrivent depuis plusieurs années un monde plus conflictuel, moins coopératif, où les Etats tentent de réduire leurs dépendances externes, en sécurisant leurs productions et approvisionnements. Pour y arriver, les grandes nations ont déployé des moyens conséquents, notamment à travers des plans budgétaires d'envergure. Aux Etats-Unis, l'Inflation Reduction Act et le Chips Act ont en commun de vouloir préserver et/ou reconstituer le tissu productif local, prioritairement dans les secteurs stratégiques. Si les semi-conducteurs ou le véhicule électrique font souvent les premières pages sur leurs caractères stratégiques, les ambitions des Etats-Unis se diffusent de manière beaucoup plus profonde au sein de l'économie. Clairement, ces plans façonnent les stratégies d'entreprises dans de nombreuses industries, et rappellent aux investisseurs leur caractère très critique. L'acier redevient ainsi très stratégique dans un monde où la localisation de la production du contenu intègre désormais des enjeux réglementaires et environnementaux. La bataille en cours pour prendre le contrôle de US Steel, 2^{ème} producteur d'acier aux Etats-Unis en est la pleine illustration. Propriétaire de deux mines de fer sur le sol américain, la société a également considérablement investi depuis 2021 pour réaliser une importante transformation de son modèle (par exemple en installant des fours à arc électrique, moins intense en émission de CO2 ou en investissant dans de nouvelles technologies pour servir le marché du véhicule électrique). Grâce à ces investissements, mais aussi la qualité et la localisation de ses actifs, US Steel répond aujourd'hui pleinement aux enjeux réglementaires et politiques dans le cadre de l'IRA (baisse des émissions carbone, sécurisation de l'approvisionnement local), ce qui n'a pas manqué d'attirer les convoitises de concurrents américains et internationaux (offre de rachat en cours par Nippon Steel).

Néanmoins, compte tenu du caractère nouvellement et résolument stratégique de cette société, ce projet de rachat se heurte à un environnement politique hostile. Le Congrès, comme la Maison Blanche évoquent des raisons de sécurité nationale pour tenter de le bloquer. Même si la revue en cours de cette opération par la FTC* devait se solder par un avis favorable, l'opération aura toutes les chances d'être rejetée par un décret présidentiel, en s'appuyant sur une décision du CFIUS** qui prônera la préservation des intérêts nationaux.

Dans ce nouvel ordre mondial qui se dessine, où la souveraineté des Etats passent par la préservation des intérêts nationaux, eux mêmes s'appuyant sur des entreprises stratégiques, les Etats-Unis déploient un large arsenal pour protéger leurs intérêts : subventions, crédit d'impôts, tarifs douaniers, réglementations sur la localisation de la production et blocages de fusion.

C'est en décryptant en permanence ce nouveau contexte opérationnel des entreprises que nous réalisons nos investissements à long terme : un décryptage nécessaire à la préservation des intérêts de nos mandants et souscripteurs.

* FTC : Federal Trade Commission : Autorité de la concurrence

** CFIUS : Committee on Foreign Investment in the US. Organisation interministérielle américaine chargée d'analyser les projets d'acquisitions de sociétés américaines par des entreprises étrangères sous l'angle de la sécurité nationale. Créé en 1975, elle n'a bloqué que 5 fusions, dont celle de Nippon Steel sur Allegheny en 1983.

Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

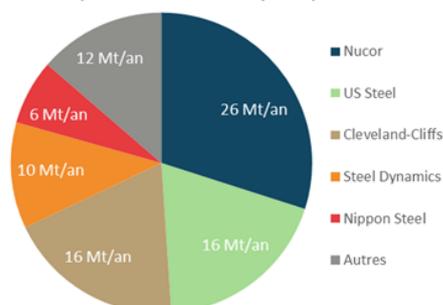
Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« »

Parts de marché des producteurs d'acier aux Etats-Unis en 2021 (en millions de tonnes par an)



Sources : Covéa Finance, Association professionnelle WorldSteel.

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	12/07/24	28/06/24	T-12 mois	28/06/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,091	1,071	1,123	1,8 ↑	-2,8 ↓
€ / £	0,840	0,847	0,855	-0,9 ↓	-1,7 ↓
€ / Yen	172,16	172,39	154,99	-0,1 ↓	11,1 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	85	86	81	-1,6 ↓	4,5 ↑
Indice CRB*	542	539	556	0,5 ↑	-2,6 ↓
Prix de l'once d'Or	2 421	2 340	1 964	3,5 ↑	23,3 ↑
Prix de la tonne de cuivre	9 877	9 599	8 694	2,9 ↑	13,6 ↑
Indice Baltic Dry**	1 997	2 050	1 103	-2,6 ↓	81,1 ↑
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	3675	3714	979	-1,1 ↓	275,3 ↑

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

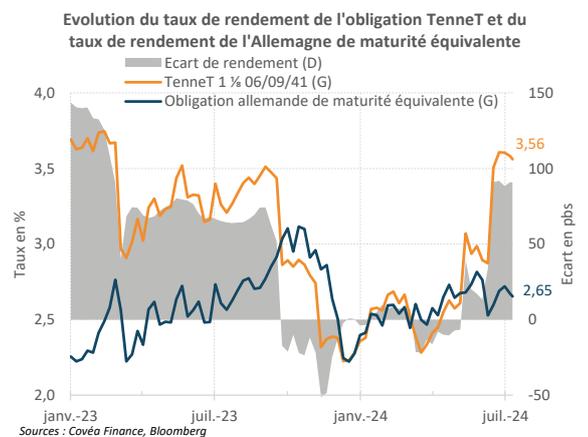
Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière, les taux souverains ont poursuivi leur mouvement de baisse en Europe comme aux Etats-Unis. Le discours de J.Powell et la publication des chiffres de l'inflation aux Etats-Unis jeudi, en deçà des attentes, ont été les éléments moteur de cette baisse. En zone euro, le taux 10 ans français et allemand baissent de 6 points de base (pbs) pour clôturer, respectivement, à 3.15% et 2.50%. En France, les incertitudes politiques et la mise en garde des agences de notation S&P et Moody's sur les dépenses publiques ont pesé sur l'évolution des taux. Le taux 10 ans italien continue sa bonne performance. Il concède 14 pbs sur la semaine et s'établit à 3.79%, soit un écart de 130 pbs face au taux 10 ans allemand. Aux Etats-Unis, l'éventualité d'une première baisse des taux directeurs lors de la réunion de la Réserve Fédérale du mois de septembre s'est renforcée. Ainsi, le taux 10 ans baisse de 9 pbs pour atteindre 4,19%. Sur le marché du crédit, les primes de risque continuent leur resserrement malgré de nombreuses émissions primaires. Près de 14Mds€ ont été émis la semaine dernière par des entreprises comme Iberdrola, John Deere et Toyota. Le succès de ces émissions montre que l'appétit des investisseurs reste toujours présent pour cette classe d'actif.

Le Focus de la semaine : TenneT, victime collatérale de la rigueur allemande

Il y a un an, le néerlandais TenneT, principal transporteur d'électricité haut voltage aux Pays-Bas et en Allemagne, entrait en négociation avec l'Etat fédéral pour la vente de ses activités allemandes. Nous mettons en avant le retour du politique outre-Rhin avec l'ambition affichée de reprise en main des secteurs stratégiques et d'unification du réseau de transport d'électricité. Cette opération estimée autour de 20Mds€ devait permettre aux deux entités, recentrées géographiquement, de poursuivre de façon plus sereine leur développement. Pour la période 2024-2033, l'entreprise devra investir 160Mds€ sur les deux zones avec une pondération plus forte en Allemagne. La majorité de ces investissements seront financés par emprunts obligataires, mais des augmentations de capital seront inévitables afin de maintenir des ratios financiers corrects. Le gouvernement néerlandais qui est pour le moment l'unique actionnaire de l'entreprise a, à plusieurs reprises, apporté du capital. Toutefois, l'opinion néerlandaise n'est plus favorable à l'idée de financer le développement du réseau de son voisin. Ces constats ont poussé les deux parties à la discussion. Plus d'un an après, la situation est restée au point mort. La raison de cet échec est à chercher du côté allemand. Tirailé entre sa volonté d'intervenir davantage dans l'économie et des contraintes budgétaires fortes, le gouvernement allemand a préféré « jouer la montre » au risque de faire échouer les négociations. A cet égard, la Cour de Karlsruhe l'a rappelé à l'ordre en fin d'année dernière concernant les dérives budgétaires. La Cour constitutionnelle fédérale a limité la capacité d'emprunt du gouvernement. Cette décision a obligé la coalition au pouvoir à revoir ses ambitions interventionnistes à la baisse. Par conséquent, le rachat de TenneT est devenu difficilement finançable. Ces derniers temps, la pression s'est accentuée de la part des Pays-Bas. Avant son départ, le Premier Ministre néerlandais a exhorté son homologue allemand à conclure un accord rapidement. Puis, l'entreprise a annoncé chercher des solutions alternatives avant d'acter l'échec des discussions. Une introduction en bourse de la partie allemande ou la cession à des acteurs privés ne serait plus à exclure, selon TenneT. Les titres obligataires qui s'étaient fortement appréciés anticipant une opération de rachat favorable aux porteurs se sont dépréciés après la publication du communiqué de TenneT. A titre d'exemple, l'obligation de maturité 2041 qui a eu une prime de risque négative de 50 pbs contre l'obligation allemande de même maturité a retrouvé des niveaux de marché et concède, maintenant, une prime de 90 pbs. Si, une vente partielle des actifs allemands à l'Etat reste envisageable les moyens allemands paraissent limités. Les négociations qui ont eu lieu autour du budget 2025 montrent le dissensus qui existe à ce sujet au sein de la coalition. Alors qu'il devait être présenté au début du mois, l'accord final sera dévoilé en totalité d'ici le 17 juillet. Le ministre des Finances semble intransigeant sur les économies à réaliser et pourrait mettre à mal une coalition déjà fragilisée dans les urnes. Ces revirements sur le dossier TenneT illustrent les difficultés d'un modèle allemand qui se veut plein d'ambitions mais est contraint dans ses moyens de les atteindre. En Allemagne, le retour du politique a ses limites... budgétaires!



Lucas Couvert

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	12/07/24	J-7	28/06/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	28/06/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
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	4,25	4,50	4,00	0,00	0,00	-0,25	0,25		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,75	3,75	3,75	4,00	3,50	0,00	0,00	-0,25	0,25		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00	0,00	0,00	0,00	0,25		
Banque du Japon	0,10	0,10	0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,20	0,20		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,18	4,28	4,40	3,88	3,76	-10	-21	30	42	-27	21
Allemagne	2,50	2,56	2,50	2,02	2,49	-6	0	47	1	-32	19
France	3,15	3,21	3,30	2,56	3,00	-6	-15	59	15	17	48
Italie	3,79	3,94	4,07	3,70	4,14	-14	-28	9	-35	49	59
Royaume-Uni	4,11	4,13	4,17	3,54	4,51	-2	-6	57	-41	4	50
Japon	1,07	1,08	1,06	0,61	0,48	-1	1	45	59	73	113
Crédit											
Indice Itraxx Main	51,1	54,0	60,9	58,1	69,6	-2,9	-9,9	-7,0	-18,5		
Indice Itraxx Crossover	282,6	296,1	319,2	309,9	384,1	-13,5	-36,6	-27,3	-101,5		

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

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

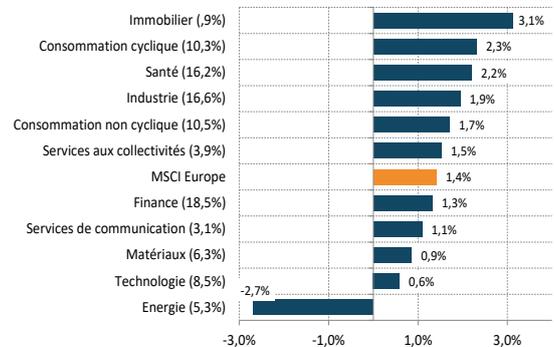
Sur la semaine écoulée, le marché action européen (MSCI Europe dividendes non réinvestis) monte de +1,4%. Le secteur de l'immobilier réalise la meilleure performance avec une hausse de +3,1% dans le sillage de la baisse des taux longs et porté par les progressions des valeurs allemandes Vonovia et LEG Immobilien. Le secteur de la santé progresse de +2,2% avec Grifols qui s'adjuge +9,4%, la famille fondatrice et le fonds d'investissement canadien Brookfield envisageant de retirer le fabricant de médicaments de la cote. A contrario, le secteur de l'énergie accuse la plus forte baisse, à -2,7% dans le sillage de la baisse des cours du baril (référence Brent). Depuis le début de l'année, on constate toujours une surperformance des grandes capitalisations (MSCI EMU dividendes non réinvestis à +9,6%) par rapport aux plus petites (MSCI EMU Small Caps à +3,5%), reflet de la préférence des investisseurs pour la liquidité.

Le Focus de la semaine : Le secteur du luxe touché par le ralentissement de l'économie

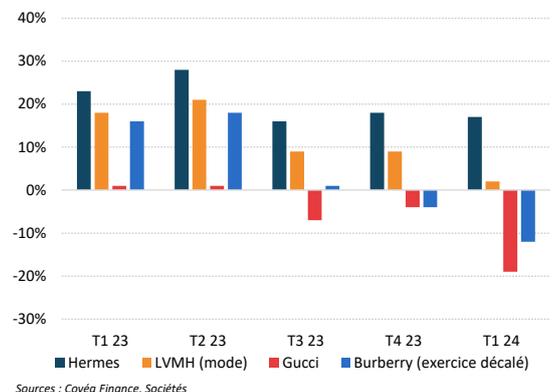
Les publications des entreprises du luxe montrent depuis plusieurs trimestres une décélération de la croissance des ventes, manifeste depuis le troisième trimestre 2023 et qui s'est amplifiée au premier trimestre de cette année (voir graphique). Dans ce contexte, aucune marque n'est épargnée, et ce malgré un phénomène de polarisation toujours présent où les consommateurs orientent prioritairement leurs achats en faveur de certaines marques de luxe iconiques à l'instar d'Hermès ou de Dior. Les marques davantage exposées à la clientèle à revenus plus modestes sous-performent, comme Gucci et Burberry (qui sont par ailleurs engagées dans un processus de repositionnement stratégique). Ainsi, après trois années de croissance forte pour l'industrie, les groupes de luxe s'adaptent à ce contexte moins favorable et réduisent pour la plupart leurs dépenses (budget communication, annulation de défilés, etc.).

La demande faiblit dans toutes les zones géographiques : Europe, Etats-Unis, Asie (à l'exception du Japon qui bénéficie du flux de touristes chinois favorisé par la faiblesse du yen). En effet, les consommateurs européens et américains marquent une pause en raison de l'inflation qui met le pouvoir d'achat sous pression. Aussi, la croissance du secteur repose de plus en plus sur les épaules du consommateur chinois (représentant environ un tiers des dépenses mondiales). Or, la baisse des prix de l'immobilier en Chine pèse négativement sur l'effet richesse du consommateur, ce qui impacte son niveau de confiance et influe sur l'augmentation du taux d'épargne. A cela s'ajoute l'augmentation du chômage des jeunes (une clientèle « aspirationnelle ») qui dépense moins, où se tourne vers la seconde main (dont la valeur échappe aux groupes de luxe). Dans un contexte d'incertitudes économiques et sociales en Chine, les consommateurs les plus riches évitent désormais d'afficher de manière trop ostentatoire leur richesse, privilégiant des produits plus discrets et recentrant leurs achats en dehors du pays. Le gouvernement chinois, dans sa lutte contre les inégalités sociales, s'attaque également aux influenceurs (jouant un rôle important dans la formation des tendances des marques de luxe), en fermant leurs comptes sur les réseaux sociaux. Nous demeurons vigilants et privilégions les leaders globaux capables de préserver leurs marges, comme décrit dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 05/07/2024 au 12/07/2024 (GICS)



Croissance organique trimestrielle des chiffres d'affaires



Sébastien Levavasseur

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	12/07/24	J-7	28/06/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	28/06/24	29/12/23	sur 12 mois				
MSCI EMU	167	165	162	153	149	1,3	↑	3,2	↑	9,6	↑	12,3	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 047	1 033	1 012	966	960	1,3	↑	3,5	↑	8,4	↑	9,1	↑
MSCI EMU Small Cap	434	426	410	426	421	1,9	↑	5,8	↑	2,0	↑	3,2	↑
MSCI Europe	176	173	172	161	155	1,4	↑	2,4	↑	9,4	↑	13,5	↑
France CAC 40	7 724	7 676	7 479	7 543	7 370	0,6	↑	3,3	↑	2,4	↑	4,8	↑
Allemagne DAX 30	7 203	7 098	7 006	6 629	6 387	1,5	↑	2,8	↑	8,7	↑	12,8	↑
Italie MIB	34 581	33 988	33 154	30 352	28 775	1,7	↑	4,3	↑	13,9	↑	20,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 253	8 204	8 164	7 733	7 440	0,6	↑	1,1	↑	6,7	↑	10,9	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 828	9 700	9 636	8 920	8 706	1,3	↑	2,0	↑	10,2	↑	12,9	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

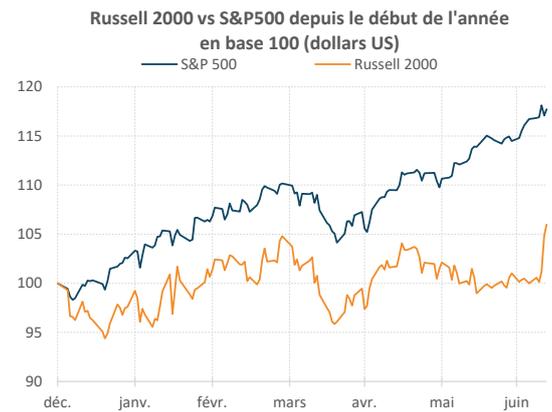
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, la semaine a été haussière. Les marchés chinois affichent les meilleures performances en amont du troisième plenum du parti communiste, dont l'objectif est de fixer le cap économique du pays. Singapour surperforme, ainsi que l'Australie, notamment tirés par les secteurs bénéficiant d'une accalmie sur les taux, tel que l'immobilier. Le Japon affiche également une belle performance rapportée en euros, du fait de la baisse des taux longs américains et exacerbée par une probable intervention sur le Yen (de la Banque Centrale Japonaise ou du Ministère des Finances japonais, non confirmée officiellement à ce jour). A l'inverse, la Corée du Sud est le seul pays affichant un repli sur la semaine, particulièrement impacté par la baisse de ses valeurs technologiques. Concernant les taxes douanières et ses implications, notons que BYD, constructeur chinois de véhicules électriques, va déployer une usine en Turquie qui permettrait de contourner les taxes européennes. Enfin, dans les secteurs stratégiques, TSMC, champion mondial de la fonderie semiconducteurs, a publié des ventes en forte hausse, profitant de l'essor de la demande liée à l'intelligence artificielle, gourmande en puces avancées.

Aux Etats-Unis, les indices clôturent en hausse sur la semaine. La publication des chiffres d'inflation affichant une progression moindre qu'attendue est venue alimenter une rotation au dépend des valeurs du numérique et des entreprises à grosses capitalisations boursières. Ainsi, les investisseurs se tournaient en particulier vers les secteurs cycliques et domestiques et les entreprises de petite et moyenne taille dans l'espoir d'une Réserve Fédérale plus accommodante. Notons que malgré un début de saison des résultats mitigé, les valeurs financières bénéficiaient des propos de Jerome Powell sur un éventuel assouplissement des règles de calcul de la surcharge en fonds propres. A propos des taxes douanières, Tesla devrait passer des hausses de prix d'environ 1500 euros pour son modèle 3 en Europe pour faire face aux droits de douanes sur les véhicules électriques en provenance de Chine. Enfin, concernant l'impact de l'IA sur les entreprises, les sociétés de logiciel Intuit, OpenText et UIPATH ont annoncé des plans de licenciement visant à réaligner leurs dépenses vers de nouveaux axes stratégiques, notamment l'intelligence artificielle.



Sources : Factset, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : Une potentielle renaissance du Japon en matière de fabrication de semiconducteurs ?

Un chiffre peut suffire pour illustrer la domination passée du Japon en matière de semiconducteurs. A la fin des années 80, le Japon recelait six des dix plus grands fabricants de semiconducteurs mondiaux, tandis qu'aucun ne figure dans ce classement aujourd'hui, laissant la place aux géants tels que TSMC (Taiwan), Samsung (Corée du Sud), ou Intel (Etats-Unis). Cela illustre la perte de compétitivité du Japon dans le domaine. Cependant, conscient du caractère stratégique du secteur, le gouvernement japonais a pris de nombreuses initiatives pour redynamiser la production de semiconducteurs sur son sol. Cela a commencé en 2021 avec la mise en place d'un plan de soutien à l'industrie de 27 milliards de dollars. Dans un contexte pandémique et de pénurie de semiconducteurs, l'objectif de regain de souveraineté et de sécurisation des chaînes d'approvisionnement est clair. Un an plus tard, Rapidus, un consortium regroupant des champions mondiaux japonais tels que Toyota ou Sony, était créé afin de déployer sur le sol japonais des capacités particulièrement avancées (2 nanomètres) à coup de subventions substantielles du gouvernement. Mais la stratégie du gouvernement ne s'arrête pas là. En effet, le pays a su convaincre TSMC de déployer deux usines sur l'île de Kyushu, dans la préfecture de Kumamoto. Morris Chang, fondateur de TSMC, déclarait au cours de la cérémonie d'inauguration que « cela provoquera une renaissance de la fabrication de semi-conducteurs au Japon ». Encore une fois largement subventionnées, ces usines ont ouvert la voie à d'autres annonces ultérieures. Micron, champion mondial des puces mémoire, a annoncé dans la foulée le déploiement d'une usine au Japon. La symbolique est forte, et de nombreux acteurs du secteur, tant fabricants qu'équipementiers, y voient le renouveau du Japon. Depuis, les fabricants japonais accélèrent leurs dépenses d'investissement : les huit principaux fabricants japonais, dont Renesas, Mitsubishi Electric et Sony, ont annoncé prévoir près de 31 milliards de dollars d'investissements d'ici à 2029. Le pays a plusieurs atouts expliquant cette dynamique : une proximité culturelle avec les champions asiatiques, une main d'œuvre qualifiée, mais également de nombreux acteurs incontournables dans l'écosystème de production de semiconducteurs : entreprises de traitement de l'eau purifiée, de production de masques lithographiques, de résine photosensible, de galettes de silicium, entre autres. A l'avenir, nous continuerons de surveiller dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, le potentiel gain de souveraineté du Japon en matière de semiconducteurs, et comment vont se redessiner, avec le soutien des Etats, les chaînes d'approvisionnement dans ce secteur hautement stratégique.

Kenn Gagnon

Responsable d'équipe Gestion Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	12/07/24	J-7	28/06/2024	29/12/23	T-12 mois	J-7	28/06/2024	29/12/23	sur 12 mois	J-7	28/06/2024	29/12/23	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	5 615	5 567	5 460	4 770	4 510	0,9	2,8	17,7	24,5	0,2	1,0	19,2	28,1
Etats-Unis - Dow Jones	40 001	39 376	39 119	37 690	34 395	1,6	2,3	6,1	16,3	1,0	0,4	7,4	19,7
Etats-Unis - Nasdaq	18 398	18 353	17 733	15 011	14 139	0,2	3,8	22,6	30,1	-0,4	1,9	24,0	33,9
Japon Nikkei 300	621	619	600	500	474	0,3	3,3	24,1	30,9	1,5	3,5	12,2	17,9
Corée du Sud KOSPI	2 857	2 862	2 798	2 614	2 591	-0,2	2,1	9,3	10,3	-0,5	0,3	4,1	5,1
Chine - Shanghai	2 971	2 950	2 967	2 975	3 236	0,7	0,1	-0,1	-8,2	0,3	-1,4	-0,9	-6,8
Hong Kong Hang Seng	18 293	17 800	17 719	17 047	19 351	2,8	3,2	7,3	-5,5	2,2	1,4	8,6	-2,5
Marchés Emergents - MSCI	1 124	1 105	1 086	1 024	1 021	1,7	3,4	9,8	10,1	1,1	1,6	11,1	13,3

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

L'enjeu des « PFAS »

Les **alkyls perfluorés et polyfluorés (PFAS)** sont un groupe incluant plus de 4 700 produits chimiques. Depuis les années 1950, les PFAS rentrent fréquemment dans la composition de nombreux produits de la vie courante : vêtements techniques, mousses anti-incendie, emballages alimentaires, revêtements antiadhésifs, cosmétiques, produits phytosanitaires, etc... en raison de la très grande stabilité de leur liaison carbone-fluor (l'une des plus fortes de la chimie organique). Ils sont aussi difficilement substituables.

Cet avantage présente cependant un travers important : ils ne se dégradent pas après utilisation ou rejet dans l'environnement, ce qui explique leur dénomination de « **polluants éternels** ». Leur usage répandu et leur persistance dans l'environnement ont engendré la contamination des eaux dans de nombreuses régions du monde. Cette pollution peut être analysée à deux niveaux :

Le premier est directement lié aux usines de production de ces substances dont les rejets ont pollué les régions environnantes. C'est le cas des entreprises 3M au Minnesota (Etats-Unis) et à Anvers (Belgique), ou encore de Solvay dans le New Jersey (Etats-Unis) et sur son site de Spinetta (Italie). Ces sociétés ont pu conclure des accords avec les autorités locales (aux Etats-Unis uniquement) pour couvrir une partie du prix de la dépollution, mais elles continuent de contester leur responsabilité.

Le deuxième cas est indirect, consécutif à l'usage des produits finis les intégrant. Des analyses ont retrouvé des traces de PFAS à des centaines voire des milliers de kilomètres des usines de production les plus proches. Les produits les plus marquants et les plus polluants étant les mousses anti-incendies (contenant de l'acide perfluorooctanesulfonique -PFOS et de l'acide perfluorooctanoïque -PFOA), deux types de PFAS parmi les plus toxiques pour l'homme. Ainsi, les aéroports ou encore les bases militaires, ayant utilisé ces mousses anti-incendies en grande quantité pendant des décennies, lors d'exercice de formation, sont particulièrement touchés par cette pollution.

Les nappes phréatiques de nombreuses régions du monde ont ainsi été contaminées, ce qui a eu pour effet de retrouver ces substances dans les eaux potables et l'alimentation (poissons, fruits, œufs, viande rouge et blanche, etc...) et finalement chez l'homme. Une étude du centre pour le contrôle et la prévention des maladies (CDC) aux Etats-Unis¹ a ainsi révélé des traces de PFAS dans le **sang de 97% des américains**. Une telle étude n'a pas été menée en Europe, mais au vu de la contamination similaire de l'environnement, nous pouvons supposer une situation analogue.

La présence de ces produits chimiques dans le corps humain n'est pas bénigne. Bien que de nombreux PFAS ne soient pas à ce jour considérés comme nocifs pour l'homme, quelques-uns ont des conséquences prouvées sur la santé. Divers travaux scientifiques effectués sur certains PFAS connus démontrent une augmentation du taux de cholestérol, de cancers, des effets sur la fertilité et le développement du fœtus, sur le foie ou encore sur les reins. Parmi les PFAS les plus nocifs, depuis le 1er décembre 2023, le PFOA et le PFOS sont classés comme substances « **cancérogène pour les humains** » pour le premier et « **peut-être cancérogène pour les humains** »² pour le second.

Les mesures pour limiter leur utilisation n'ont pas attendu ce changement de classification : depuis 2009, l'Europe s'est engagée dans la lutte contre le PFOS et ses dérivés en les inscrivant à la **Convention de Stockholm**³, réduisant ainsi leur usage. En 2019, cette démarche a été étendue au PFOA, ses sels et composés apparentés, avec pour objectif leur élimination progressive.

Bien que la production de ces substances soit grandement diminuée voire totalement arrêtée, leur pollution de l'environnement est toujours d'actualité. Au vu de leur présence généralisée dans les sources d'eau et leurs conséquences sur la santé, les Etats-Unis et l'Europe ont pris des mesures visant à diminuer cette pollution.

Aux Etats-Unis, le 10 avril 2024, l'Agence pour la Protection de l'Environnement (EPA) a finalisé la réglementation nationale primaire sur l'eau potable (NPDWR) pour six de ces substances. Elle imposera des seuils maximum de contaminant à titre individuel pour 6 PFAS, et un seuil maximum pour des mélanges contenant au moins deux substances, permettant de prendre en compte les niveaux combinés coexistant de ces PFAS dans l'eau potable. Les sociétés de distribution d'eau potable devront analyser et communiquer sur le niveau de ces PFAS d'ici à 2027 et mettre en œuvre des solutions visant à réduire ces substances dans l'eau d'ici à 2029.

L'Union Européenne semble se diriger vers une restriction des utilisations industrielles via plusieurs directives et règlements. **Une directive européenne** qui concerne la qualité des eaux de consommation humaine a été révisée en 2020 pour suivre les PFAS dans les analyses de l'eau et cible 20 molécules. L'arrêté fixe la limite de quantité à 0,10 µg/L pour la somme de ces 20 molécules (ou 0,50 µg/L pour la somme de l'ensemble des PFAS) dans les eaux de consommation humaine d'ici à 2026.

Pour se conformer à ces réglementations, les sociétés de distribution d'eau devront prendre les mesures nécessaires afin d'éliminer ces substances. Il existe plusieurs solutions permettant de filtrer les PFAS : adsorption au charbon actif, séparation par osmose inverse/nanofiltration, ou encore l'usage de résines échangeuses d'ions. **Ces méthodes sont cependant intensives en énergie et coûteuses.** En Europe, un rapport parlementaire chiffre le coût de la dépollution des eaux à environ 238 Mds d'euros. Aux Etats-Unis, les estimations de coûts varient en fonction des sources. L'association américaine des travaux d'eau estime le coût à plus de 3,8 milliards de dollars par an (uniquement pour le nettoyage des PFOS et PFOA), afin de se conformer à la nouvelle réglementation.

Bien que la présence de ces substances dans l'eau potable soulève des préoccupations majeures de santé publique et expose les entreprises à des **risques de sanctions réglementaires**, elle ouvre également la porte à un **marché émergent pour des solutions innovantes de détection et de traitement**. Nous surveillons attentivement l'évolution des risques et enjeux environnementaux liés aux réglementations, tant dans nos analyses fondamentales sur les sociétés que dans le cadre des réflexions de nos Perspectives Economiques et Financières (PEF).

1. Étude basée sur les données de l'enquête nationale sur la santé et l'alimentation (NHANES)
2. Classification selon le Centre international de recherche sur le cancer (CIRC)
3. Accord international visant à interdire certains produits polluants

Henry Miller

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La dynamique des prix à la consommation s'est modérée au deuxième trimestre »

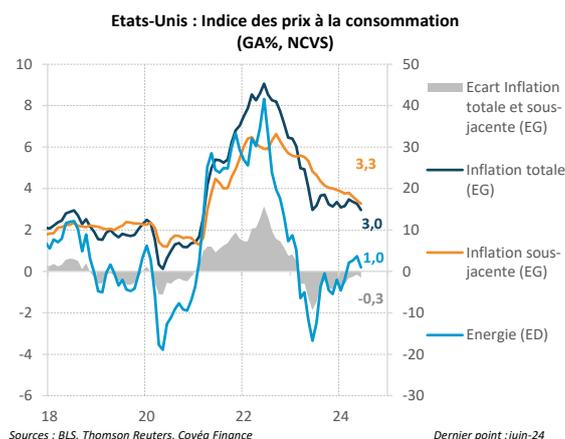
L'inflation a poursuivi son ralentissement en juin. L'indice des prix à la consommation a reculé de 0,1% en glissement mensuel, tandis que la hausse des prix hors alimentation et énergie se limitait à 0,1%, soit la plus faible progression depuis janvier 2021. **Cette publication confirme la modération des tensions, notamment dans les services.** Sur le mois, la dynamique des prix des services hors alimentation et énergie ralentit à 0,1% en glissement mensuel. La progression des loyers (réels et imputés aux propriétaires) est également en modération à 0,3%, ce qui constitue la plus faible hausse mensuelle depuis 2021. Les prix des services hors alimentation, énergie et loyers (indicateur mis en avant par Jerome Powell pour jauger de la tendance sous-jacente) s'inscrivent également en ralentissement avec une stagnation pour le deuxième mois consécutif. L'énergie s'inscrit en recul sur le mois (-2%) en raison de la chute des prix des carburants (-3,8%). Les prix alimentaires enregistrent en revanche un rebond (+0,2%). En rythme annuel, l'inflation fléchit à 3% (3,3% en mai) et l'inflation sous-jacente ralentit à 3,3% (3,4% en mai), ce qui suggère que le mouvement de désinflation, qui avait connu un net coup d'arrêt en début d'année, semble de nouveau en bonne voie. **Cette orientation devrait être accueillie favorablement par les membres de la Réserve fédérale, qui jugeaient nécessaire**

d'obtenir davantage de données bien orientées, pour s'assurer que l'inflation se rapproche durablement de 2% et envisager une baisse du taux directeur.

C'est cette ligne de prudence qui a une nouvelle fois été défendue par Jerome Powell lors de son audition devant le Congrès. Le Président de la Réserve fédérale a toutefois souligné le double mandat de la Réserve fédérale (maximum d'emploi et stabilité des prix), en déclarant que le comité s'est concentré auparavant sur les risques d'inflation, mais qu'il doit aussi prêter attention au marché du travail. Il juge que ce dernier s'est « considérablement détendu », l'estimant toujours « solide, mais plus en surchauffe ». Quant au prochain mouvement du taux directeur, il a évité toute référence à un calendrier, se contentant de dire qu'une baisse est plus probable qu'une hausse, et renvoyant une nouvelle fois à la dépendance aux données sur l'inflation et sur le marché du travail. **M. Powell a également estimé que les risques pour le double-mandat sont désormais beaucoup plus équilibrés**, ce qui suggère que la Réserve fédérale pourrait être en mesure d'adopter un positionnement moins restrictif.

Concernant l'activité, le moral des ménages s'effrite progressivement. La confiance du consommateur publiée par l'université du Michigan s'est de nouveau dégradée en juillet, passant de 68,2 à 66 points. L'indicateur d'enquête, après avoir fortement rebondi en début d'année, a reculé au cours des quatre derniers mois et s'établit au plus bas depuis novembre 2023. La dégradation concerne à la fois l'évaluation de la situation présente et les perspectives.

Sur le plan politique, un nombre croissant d'élus démocrates ont appelé Joe Biden à se retirer de la course à la Présidence, à la suite de sa prestation lors d'un débat télévisé le mois dernier. L'ancienne présidente de la Chambre des représentants, Nancy Pelosi a



Sources : BLS, Thomson Reuters, Covéo Finance

Dernier point : juin-24

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
Indice de confiance NFIB	Indice	juin-24	91,5	90,5	92,4	90,7
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	juil.-24	66,0	68,2	59,0	65,4
Inflation	IPC, GA%, NCVS	juin-24	3,0	3,3	8,0	4,1
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	juin-24	3,3	3,4	6,2	4,8

*Du 08/07/2024 au 14/07/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

estimé que « c'est au Président de décider s'il va se présenter », ajoutant « nous l'encourageons tous à prendre cette décision, car le temps presse », une déclaration qui ignore le vœu maintes fois exprimé par Joe Biden de rester dans la course. Le week-end a été marqué par la tentative d'assassinat de l'ancien Président Donald Trump lors d'un rassemblement électoral en Pennsylvanie. Le candidat républicain, d'ores et déjà en bonne position face à un Joe Biden affaibli, sort renforcé de la séquence, alors que s'ouvre cette semaine la convention nationale républicaine, lors de laquelle il pourrait désigner son colistier pour la Vice-Présidence.

Les États-Unis et le Mexique ont annoncé de nouvelles mesures pour lutter contre le contournement des droits de douane américains sur l'acier et l'aluminium par la Chine et d'autres pays qui expédient leurs produits via le Mexique. La Maison Blanche a déclaré que les importations de produits en acier et de produits dérivés en acier en provenance du Mexique seront, au titre de l'article 232, soumises à des droits de douane de 25 %, à moins qu'il ne soit prouvé que l'acier a été fondu et coulé au Mexique, aux États-Unis ou au Canada. De même, pour que les importations de produits en aluminium en provenance du Mexique échappent aux droits de douane de 10 % au titre de l'article 232, elles ne doivent pas contenir d'aluminium fondu ou coulé en Chine, en Russie, en Biélorussie ou en Iran. A ce titre, les importateurs de ces produits aux États-Unis devront fournir un certificat d'analyse au service des douanes américains indiquant le pays d'origine des métaux.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

« La BCE entretient l'espoir et la patience... »

Dans un entretien au Tagesspiegel, **Joachim Nagel, président de la Bundesbank, s'est déclaré confiant en un retour de l'inflation à l'objectif de la BCE, au plus tard à la fin de l'année prochaine.** Parallèlement, Fabio Panetta, gouverneur de la Banque d'Italie a estimé que la BCE peut continuer à baisser progressivement ses taux directeurs sans interrompre le mouvement de désinflation, si les données économiques restent en ligne avec les attentes de la banque centrale. Il considère qu'il est normal que les prix des services restent plus dynamiques que ceux des biens, un décalage étant habituel. Il s'attend aussi

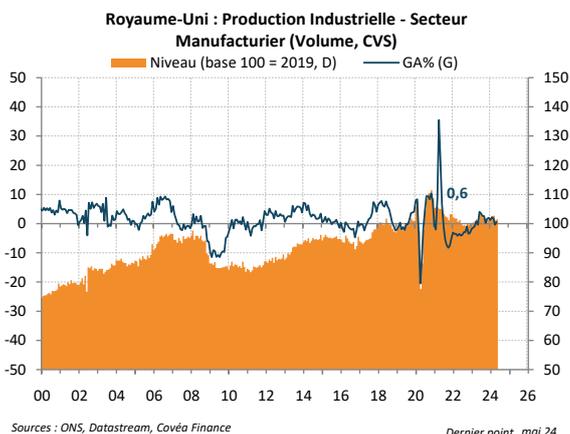
à ce que les salaires ralentissent. Enfin, il considère que les hausses de taux passées continuent à peser sur la demande, la production et l'inflation, et que cela restera le cas ces prochains mois.

En France, en l'absence de majorité à l'Assemblée nationale, Emmanuel Macron a refusé la démission de son gouvernement que lui a présentée Gabriel Attal. Le Président a motivé sa décision par la nécessité d'assurer la stabilité politique. Via une lettre envoyée à la presse quotidienne régionale, il a annoncé qu'il prendra son temps avant de désigner un Premier ministre en remplacement de Gabriel Attal. Il souhaite que les différents partis politiques représentés à l'Assemblée nationale se mettent d'accord sur un projet commun et forment une coalition au sein de laquelle il désignera le nouveau Premier ministre.

La Banque de France a publié les résultats de son enquête de conjoncture du mois de juin. C'est la première enquête qui porte vraiment sur la période post-dissolution de l'Assemblée nationale par le président de la République. Si les indicateurs d'activité ne semblent pas (encore ?) affectés par cette annonce, les services de la Banque de France calculent, sur la base des déclarations des répondants, un indicateur d'incertitude, qui a bondi en juin.

Les agences de notation Standard & Poor's et Moody's ont indiqué que la situation politique française était négative pour les perspectives de notation de la note souveraine du pays.

L'excédent commercial allemand a augmenté de 2,7Mds€ en mai, à 24,9Mds€ sous l'effet d'une baisse plus prononcée des importations que des exportations. Le recul des exportations est plus important vers le reste du monde que vers les partenaires de l'Union européenne (UE), avec notamment une baisse encore prononcée des livraisons à la Russie



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
FR	Indicateur de confiance BdF	Index	juin-24	92,9	91,4	100,9	94,4
IT	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	mai-24	-3,3	-2,8	0,4	-2,1
RU	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	mai-24	0,4	-0,7	-3,5	-0,4

*Du 08/07/2024 au 14/07/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

(-6,6% en séquentiel). Les importations en provenance de Russie ont aussi fortement baissé, mais moins que celles venant des pays de l'UE.

Après la réunion des pays membres de l'OTAN à Washington pour célébrer les 75 ans de l'alliance, **la Pologne a annoncé qu'elle augmentera son budget de la défense dès 2025.** Alors que le budget de la défense avait déjà été relevé depuis 2022 à 4% du PIB, il augmentera de 10% pour atteindre 5% du PIB l'année prochaine. Durant une conférence de presse, le chef d'Etat-Major de l'armée a annoncé que les soldats devaient se préparer à un conflit à grande échelle. La volonté de la Pologne de se protéger de son voisin russe tranche avec l'attitude de la Hongrie, puisque le Premier ministre Viktor Orbán a rencontré le président Poutine à Moscou au début du mois. La question des relations avec la Russie demeure par ailleurs l'un des principaux points de désaccord des partis d'extrême droite qui siègent au Parlement européen.

Au Royaume-Uni, l'activité économique est bien orientée au mois de mai. Le PIB mensuel a progressé de 0,4% (en glissement mensuel), après avoir stagné en avril, avec des signes de reprise généralisée. La croissance dans les services se poursuit (+0,3%) tandis que l'activité dans le secteur de la construction a rebondi (+1,9%) après une forte contraction en avril. La production industrielle est en légère hausse (+0,2%), tirée par la production manufacturière (+0,4%) mais ce gain n'efface qu'en partie la baisse enregistrée le mois précédent.

Eloïse Girard-Desbois
 Economiste



Jean-Louis Mourier
 Economiste



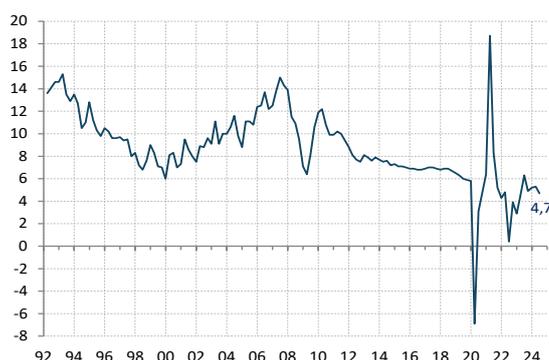
Suivi Macroéconomique

Asie

« Le secteur immobilier reste le principal frein à l'activité chinoise »

En Chine, la croissance économique se modère au deuxième trimestre face à la poursuite de la dégradation du secteur immobilier et à ses répercussions plus larges sur la demande domestique. La croissance trimestrielle du PIB a atteint 0,7% au T2 (4,7% en glissement annuel, GA) après 1,5% au T1 (5,3% en GA). Côté consommation, la croissance des ventes au détail s'est significativement modérée à 2% en juin en GA en valeur, contre 3,7% en mai et 4,7% sur l'ensemble du T1, et atteint donc sa dynamique la plus faible depuis la fin des restrictions sanitaires. En revanche, la croissance de la production industrielle reste robuste malgré une légère modération à 5,3% en GA en volume en juin (5,6% en avril). Concernant les investissements, les données ont été marquées par la forte reprise des investissements en infrastructure à 10,2% en GA contre 3,8% le mois précédent, en lien avec le redressement des émissions d'obligations publiques. Cette dynamique pourrait toutefois pâtir d'un encadrement plus strict par l'autorité centrale des finances de certaines provinces très endettées. En outre, les investissements restent vigoureux dans le secteur manufacturier à 9,3% en GA (9,4% en mai) mais les investissements dans le secteur immobilier continuent de se contracter à -10,1% en juin (inchangé par rapport à mai). Les données de ventes de logements et de mises en chantier ne montrent toujours pas de signe de normalisation du secteur en dépit des mesures d'assouplissement annoncées par les autorités.

Chine : PIB (Volume, NCVS, GA%)



Sources : NBS, Thomson Reuters, Covéa Finance (début de la série 1992)

Dans ce contexte de demande domestique faible, l'inflation reste atone. La croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation ralentit en juin à 0,2%, après 0,3% en mai. Hors alimentation et énergie, l'inflation atteint 0,6%. Les prix alimentaires progressent pour le deuxième mois consécutif (0,7% en glissement mensuel), tirés par un rebond des prix du porc, ce qui permet une stabilisation de la contraction en rythme annuel autour de -2%. **De plus, la crise du secteur immobilier et la faiblesse de la demande se traduisent par un essoufflement du crédit.** La croissance des financements agrégés de l'économie s'inscrit en ralentissement à 8,1%, un plus bas historique.

L'excédent commercial chinois progresse à 99Mds\$ en juin, contre 83Mds\$ en mai, dans un contexte de déséquilibre entre offre et demande domestique. La croissance des exportations poursuit sa hausse pour atteindre 8,6% en glissement annuel en juin, après 7,6% en avril, soutenue par la vigueur des exportations de véhicules (+23% en valeur) qui ont pu bénéficier de l'anticipation de la hausse des droits de douane de certains partenaires commerciaux sur les véhicules électriques chinois. Les exportations vers l'Amérique latine et l'ASEAN ont été vigoureuses (+15,7% et +15,0% en glissement annuel respectivement), tirées par la demande en provenance du Brésil et du Vietnam. Les exportations vers les autres partenaires commerciaux ont été plus moroses. A rebours de la dynamique positive des exportations, les importations ont chuté en juin (-2,3% en glissement annuel), témoignant d'une faiblesse de la demande domestique.

Cette semaine, les principaux dirigeants du pays se réuniront à l'occasion du 3ème plénum du 20ème Comité central du Parti communiste chinois pour définir les grandes orientations politiques des prochaines années. Ce type de réunion se concentre toutefois sur les grandes réformes structurelles et ne donne généralement pas lieu à des annonces de soutiens conjoncturels.

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
JP	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	mai-24	0,3	-4,2	0,0	-1,4
	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	juin-24	3,9	4,0	5,1	3,0
	Total des flux de crédit	GA%	juin-24	8,1	8,4	9,6	9,5
	Prod. Industrielle	Vol, NCVS, GA%	juin-24	5,3	5,6	3,4	4,6
	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	juin-24	2,0	3,7	-0,8	7,8
CH	Inflation	IPC, NCVS, GA%	juin-24	0,2	0,3	2,0	0,2
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	juin-24	0,6	0,6	0,9	0,7
	Exportations	Vol, NCVS, GA%	juin-24	8,6	7,6	5,6	-4,7
	Importations	Vol, NCVS, GA%	juin-24	-2,3	1,8	0,7	-5,5
	PIB	Vol, NCVS, GA%	T2 24	4,7	5,3	3,0	5,2

*Du 08/07/2024 au 15/07/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Des données publiées par la Banque du Japon (BoJ) suggèrent que les autorités sont intervenues sur le marché des changes pour soutenir le Yen. Cette intervention d'environ 22 Mds\$ n'a toutefois pas encore été confirmée par les autorités. À la suite de mouvements similaires en avril-mai dernier, le ministère des Finances avait confirmé fin mai des interventions d'environ 62 Mds\$ sur le marché des changes pour soutenir le Yen entre le 26 avril et le 29 mai. Après s'être fortement dépréciée depuis le début de l'année pour se rapprocher des 162 yens pour 1 dollar (un point bas en 34 ans) sur les deux premières semaines de juillet, la devise nipponne s'est redressée en fin de semaine dernière autour de 158 yens pour 1 dollar, dans le sillage de la publication des chiffres d'inflation aux Etats-Unis et de cette possible intervention sur le marché des changes.

En outre, la Banque du Japon, qui a annoncé à l'issue de la dernière réunion de son comité de politique monétaire qu'elle décidera lors de la réunion des 30 et 31 juillet une réduction de ses achats mensuels d'obligations, a tenu la semaine dernière une réunion avec les intervenants du marché obligataire nippon. Lors des premiers échanges, une partie des participants auraient estimé que les achats pourraient être réduits de moitié, voire des deux tiers (à 2 000 à 3 000 milliards de yens contre 6 000 milliards aujourd'hui) quand d'autres jugeaient plus prudents de ne diminuer les flux mensuels que d'un tiers. Le ministère des finances a annoncé suivre de près ces discussions.

La Banque centrale de Corée du Sud a laissé son taux directeur inchangé, à 3,50%. Alors que deux des sept membres de son comité de politique monétaire se sont explicitement déclarés ouverts à une baisse dans les trois prochains mois, la communication officielle de l'institution est un peu plus prudente. Bien qu'elle estime qu'il est temps de se préparer à l'éventualité d'une prochaine baisse de taux, la confiance dans la poursuite du mouvement de diminution de l'inflation doit encore être consolidée par des éléments supplémentaires.

Sur le plan diplomatique, les gouvernements philippin et japonais ont signé un accord de coopération militaire qui autorise le déploiement des troupes de chacun sur le territoire de l'autre. Il prévoit aussi des exercices et manœuvres menés en commun entre les deux armées. Cette alliance intervient sur fonds d'augmentation des tensions entre la Chine et ses voisins en Mer de Chine. D'ailleurs, un destroyer de la flotte japonaise est entré dans les eaux territoriales chinoises, près de Taiwan, au début du mois de juillet, suscitant des protestations officielles de la Chine auprès du Japon.

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.