

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

14 avril 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Des négociations sous haute tension !

Alors que la fermeté de l'administration américaine sur l'implémentation des droits de douane semblait devoir s'imposer, le président des Etats Unis a finalement ouvert la voie à une fenêtre de négociations de 90 jours (sans remettre en cause les droits minimaux à 10% sur un grand nombre de pays). Il semble désormais évident que ces négociations iront bien au-delà d'un simple paramétrage concernant le niveau des droits de douane devant être appliqué à chacun des partenaires. L'administration américaine ne cesse de faire référence au mauvais traitement qui lui a été réservé au cours des 40 dernières années de mondialisation, considérant que ses partenaires commerciaux ont abusé de techniques commerciales « injustes » : droits de douane, taxes, sous-évaluation de leur devise... Les négociations qui s'ouvrent vont donc entraîner des conséquences majeures, tant directement qu'indirectement. Au-delà de la mise en place des droits de douane, nous avons déjà évoqué la nécessité pour les pays de s'engager à réaliser d'importants investissements sur le sol américain. Des achats de matériels militaires, de produits agricoles ou encore de gaz devront également être réalisés. Ces éléments seront au cœur des négociations mais un point méritera également la plus grande attention : quelles actions seront mises en place pour corriger ce que l'administration américaine considère être une sous-évaluation chronique des monnaies contre le dollar (raison principale évoquée par l'administration américaine pour expliquer la désindustrialisation) ?

De son côté, la Chine ne semble pas vouloir engager de négociations, et poursuit une stratégie d'opposition et de fermeté vis-à-vis des Etats Unis : réplique sur les droits de douane, nouvelles taxes sur certains semi-conducteurs non produits en Chine, contrôle plus strict des exportations de terres rares, etc. Une stratégie qui ne manquera pas de pénaliser les chaînes d'approvisionnement mondiales.

Dans ce contexte, la volatilité reste très importante et certains marchés directs incitent à rester vigilants sur les conséquences profondes de la redéfinition des relations commerciales mondiales, telles que nous l'envisageons dans nos Perspectives Economiques et Financières depuis plusieurs années. La forte baisse du dollar, la hausse des taux longs américains et anglais, les tensions persistantes sur le marché monétaire américain sont autant de signaux.

Face à cette redéfinition des échanges commerciaux à grande vitesse, les conséquences pour les entreprises se multiplient, chacune tentant de se réorganiser à court, moyen et long terme. A court terme, les multinationales multiplient les commandes et les livraisons d'urgence pour minimiser l'impact des droits de douane. Elles ont désormais 90 jours de plus pour accélérer ce phénomène qui ne manquera pas de rendre illisible les statistiques macroéconomiques et les résultats des entreprises dans les prochains mois. A moyen terme, certaines tentent déjà, soit de demander plus d'efforts à leur partenaires locaux pour compenser l'impact des droits de douane (baisse des prix), soit de s'extraire de certains contrats, faute de pouvoir repasser la hausse des coûts (cas de la chaîne aéronautique). A long terme, la réorganisation des chaînes passera par des productions plus locales, avec des conséquences en termes de marges pour les entreprises et d'inflation pour les clients. La Réserve fédérale (Fed) sera donc plus réactive, que proactive en cas de survenance d'un risque financier, comme nous avons déjà pu le constater cette semaine, alors que la chute des bourses, la hausse des rendements américains et les tensions sur le monétaire auraient pu légitimement provoquer, à minima des communications, au mieux de premières interventions.

Dans cet environnement, nous faisons preuve d'agilité et de réactivité pour saisir les opportunités que les mouvements brutaux peuvent offrir, tant sur les marchés de taux que d'actions.

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



Analyse de l'évolution des marchés

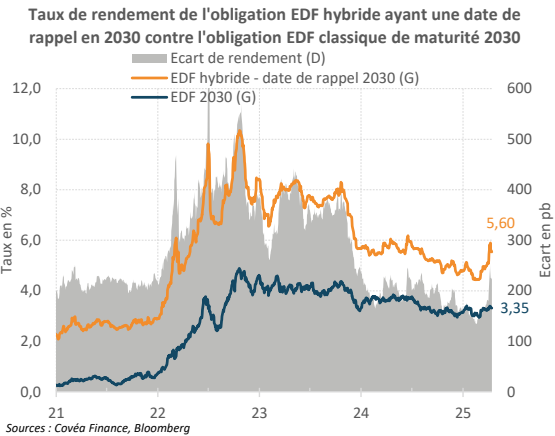
Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière, les taux souverains ont été marqués par une forte volatilité. Ils ont évolué au gré des déclarations de Donald Trump au sujet des droits de douane. En Europe, les taux à 10 ans sont finalement relativement stables. Le taux allemand est en repli de 1 pb (2,57%) alors que les taux à 10 ans français et italiens enregistrent une hausse de 2 et 4 pb pour clôturer respectivement à 3,35% et 3,81%. Dans ce contexte, l'agence S&P a amélioré la notation de l'Italie, à BBB+, mettant en avant la stabilisation des finances publiques et les fondamentaux de l'économie italienne. A contrario, Moody's s'est abstenue de noter la France lors de sa revue d'avril ce qui laisse inchangée la notation française, pour le moment. Pour l'agence, des points de vigilance perdurent aux niveaux politiques et budgétaires. Outre-Manche, les taux longs sont en nette hausse puisque le taux à 10 ans anglais augmente de 31 pb pour atteindre 4,75%. Le taux à 30 ans augmente de 40 pb, le portant à un niveau non-atteint depuis plus de 25 ans, à 5,52%. Aux Etats-Unis, malgré des mouvements erratiques sur la semaine, le taux à 10 ans s'envole de 50 pb pour clôturer à 4,49%. L'escalade des tensions commerciales avec la Chine et les craintes d'un rebond de l'inflation ont contribué à ce mouvement. Les attentes de marché concernant les actions de la Réserve Fédérale d'ici la fin de l'année ont été revues. Trois baisses de taux directeurs sont maintenant anticipées par les investisseurs contre quatre une semaine auparavant. Face à ces incertitudes, le marché primaire crédit est resté atone. Les primes de risque s'écartent de 6 pb sur la catégorie investissement euro et de 26 pb sur la catégorie haut rendement euro.

Le Focus de la semaine : Le retour de la dette hybride

Les obligations hybrides, d'entreprises non-financières, sont apparues timidement en Europe, en 2003, avec les premières émissions Linde et Michelin pour un montant total de 900M€. C'est en 2005 que leur développement s'accélère avec l'arrivée sur le marché d'une dizaine d'émetteurs européens. Après deux années difficiles, le millésime 2024 a été marqué par un regain d'intérêt de la part des émetteurs. Les émissions rebondissent de plus de 70% par rapport à l'année précédente pour atteindre 26Mds €. Ce rebond semble se poursuivre en 2025 avec déjà près de 6Mds € d'émissions réalisées. Les dettes hybrides se situent à la frontière entre l'action et l'obligation. En effet, dans le cas d'une défaillance de l'entreprise, l'hybride serait remboursée après toutes les autres dettes mais avant les actionnaires. Les hybrides n'ont pas a priori d'échéance c'est pourquoi elles sont parfois appelées dettes perpétuelles. En pratique, elles ne restent pas *ad vitam æternam* en circulation comme cela se faisait pour les dettes perpétuelles souveraines. Ces obligations possèdent des dates auxquelles l'entreprise dispose d'une option pour rembourser sa dette. Dans les faits, il peut même exister des mécanismes qui incitent l'émetteur à respecter la première date de rappel. Par exemple, le prospectus peut prévoir que le coupon versé augmente si ce n'est pas le cas, engendrant un surcoût pour l'émetteur. L'incitation la plus forte est liée aux agences de notation. Dans leurs analyses des entreprises, ces dernières considèrent que la dette hybride contient une part action correspondant à 50% de la taille de l'émission. Ce traitement permet d'exclure une partie de la dette hybride des ratios d'endettement. Aussi, cela renforce les capitaux propres sans demander aux actionnaires de participer à une augmentation de capital. En cas de non-remboursement à la première date de rappel les agences suppriment cette « part action ». Cela se traduit mécaniquement par une détérioration des ratios d'endettement et peut aboutir à une dégradation de la notation de l'émetteur. Les secteurs qui requièrent le plus de capital sont les plus gros pourvoyeurs de dette hybride à l'instar de l'immobilier, des télécommunications ou des services aux collectivités. L'année dernière les entreprises de ce dernier secteur ont représenté la moitié du total des émissions de ce type. Le financement de la transition énergétique et les investissements dans le réseau nécessitent d'importants besoins en capital. Ceci explique l'arrivée sur le marché de la dette hybride des transporteurs d'électricité et de gaz dont l'activité est entièrement régulée et les revenus prévisibles. Ils rejoignent les énergéticiens classiques présents sur ce marché déjà depuis quelques années. Certaines de ces entreprises comme EDF, TenneT aux Pays-Bas ou encore l'énergéticien suédois Vattenfall, ont l'Etat comme unique actionnaire. Sans dégrader les ratios de l'entreprise, déjà sur des niveaux hauts, ni prélever dans leur budget les Etats peuvent par ce biais poursuivre le financement des projets énergétiques. En compensation, les primes concédées par ces dettes hybrides sont élevées et cela même pour ces entreprises publiques. Depuis son émission en 2020, l'obligation hybride EDF dont la date de rappel est en 2030 (5,6%) a traité en moyenne 280 pb au dessus de l'obligation EDF classique de maturité 2030 (3,35%). Dans le monde fortement endetté que nous décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières, la dette hybride apparaît comme un outil de financement supplémentaire permettant l'adaptation des modèles des entreprises mais elle concourt également à l'augmentation des charges d'intérêts que nous observons.



Lucas Couvert
Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)		
	28/03/24	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	
Taux directeurs													
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	0,00	0,00	0,00	0,50				
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	4,50	3,50	0,00	0,00	0,00	1,00				
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	4,00	3,00	0,00	0,00	0,00	1,00				
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	5,25	4,25	0,00	0,00	0,00	1,00				
Banque du Japon	0,10	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,20	0,20	0,20				
Taux 10 ans													
Etats-Unis	4,20	4,27	4,31	3,88	3,56	-7	-11	32	64	-42	14		
Allemagne	2,30	2,41	2,44	2,02	2,33	-11	-14	27	-3	-55	16		
France	2,81	2,85	2,88	2,56	2,83	-4	-7	25	-2	-2	47		
Italie	3,68	3,68	3,70	3,70	4,15	1	-2	-2	-47	25	56		
Royaume-Uni	3,93	4,00	4,10	3,54	3,46	-6	-17	40	48	-23	49		
Japon	0,71	0,74	0,79	0,61	0,32	-3	-8	10	39	52	107		
Crédit													
Indice Itraxx Main	54,2	53,5	53,2	58,1	95,5	0,7	1,0	-3,9	-41,3				
Indice Itraxx Crossover	297,0	289,9	304,1	309,9	486,6	7,2	-7,0	-12,8	-189,6				

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

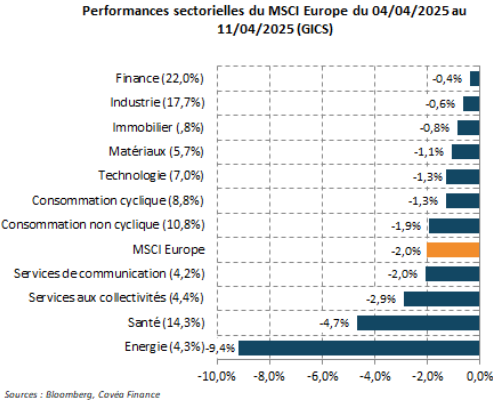
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) recule de -2% sur la semaine écoulée, marqué par une grande volatilité en raison de l'escalade des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine et leurs impacts sur l'économie mondiale. Les marchés actions européens rebondissent en fin de semaine après la décision de l'administration américaine de reporter de quatre-vingt-dix jours la mise en place des droits de douane réciproques. Seuls le seuil minimum de 10%, la taxe de 25% sur les secteurs spécifiques (acier, automobile, aluminium) et l'ensemble des taxes sur la Chine porté à 145% ont une application immédiate.

Dans ce contexte, tous les secteurs « finissent dans le rouge.» Les secteurs les plus sensibles à l'activité économique surperforment grâce aux signes d'ouverture à la négociation de l'administration Trump et l'anticipation d'un éventuel soutien des banques centrales en cas de détérioration de l'environnement économique. La finance est quasiment stable à -0,4% et l'industrie recule à peine de -0,6%. Les matériaux, la technologie et la consommation discrétionnaire abandonnent respectivement -1,1%, -1,3% et -1,3%. En revanche, les secteurs les moins sensibles à l'activité économique sous-performent nettement à l'image du secteur de la consommation de base (-1,9%), des services de communication (-2%) ou encore des services aux collectivités (-2,9%) après avoir joué leur rôle la semaine précédente. La santé affiche un repli de -4,7% face aux menaces protectionnistes du Président Trump. Enfin, l'énergie abandonne 9,4% la semaine face aux craintes de baisse à venir sur les prix de l'énergie.



Le Focus de la semaine : Pourquoi l'UE va assouplir ses règles de remplissage de gaz ?

Sous la pression de certains Etats membres comme l'Allemagne et les Pays-Bas, les « ambassadeurs » du Conseil de l'UE ont discuté vendredi 11 avril du maintien de l'obligation de remplir les réservoirs de gaz à 90% au niveau national au 1er novembre de chaque année. La proposition des « ambassadeurs » évoque, entre autres, un assouplissement de 10% du niveau de remplissage, passant de 90% à 80% et d'un décalage d'un mois, basculant l'obligation du 1er novembre au 1er décembre de chaque année.

Cette proposition peut surprendre au regard de la crise énergétique de 2022. En effet, cette Directive instaurée à la suite l'invasion russe en Ukraine doit garantir d'une part la sécurité de l'approvisionnement énergétique de l'Union puisque les stocks de gaz constitués entre début avril et fin octobre fournissent 25 à 30% du gaz consommé dans l'UE en hiver et d'autre part la stabilité du marché du gaz. Mais les besoins de remplissage cette année sont particulièrement élevés. Un hiver froid et une moindre contribution des énergies renouvelables, notamment éoliennes en mer du Nord, ont entraîné une hausse de la consommation de gaz au sein de l'UE. A la sortie de la saison hivernale 2024-2025, le taux de remplissage moyen était tombé à 33,8% au 31 mars 2025, à comparer avec une moyenne de 45% à la même époque les cinq dernières années et de 58,5% en mars 2023. Pour atteindre le seuil de 90%, les Etats membres aurait dû acheter l'équivalent de 65 Mmc (milliards de mètre cube) de gaz d'ici novembre prochain, en plus des achats pour leur consommation. La tâche est d'autant plus compliquée cette année car dans le même temps, l'UE perd 15 Mmc de gaz qui transitaient par l'Ukraine. Pour satisfaire ses besoins, l'UE va devoir s'approvisionner sur le marché du GNL (gaz naturel liquéfié), plus cher que le gaz livré par gazoducs et entrer en concurrence avec les acheteurs asiatiques pour attirer ces méthaniens. Le montant important des volumes à acheter crée une pression artificielle sur les prix du gaz alors que traditionnellement, les opérateurs de marché profitent des conditions de prix plus favorables en été pour remplir leurs réservoirs et explique la volonté de certains de vouloir assouplir la réglementation.

Les récents événements, notamment la politique douanière de l'administration Trump et les réponses de la Chine entraînent un renversement des tendances. Les investisseurs craignent désormais un ralentissement économique mondiale qui pèsera sur la demande énergétique. Malgré ces incertitudes, gageons que les gestionnaires de réservoirs pour le stockage de gaz profitent de la baisse des prix du gaz des derniers jours pour commencer à remplir leurs cuves. En effet, un remplissage insuffisant dans les prochains mois mettrait en péril notre sécurité énergétique et expose la zone à des prix plus élevés l'hiver prochain.

Nous analysons les fondamentaux des prix de l'énergie à travers nos comités transverses. Il s'agit d'une des clés de lecture qui contribue à la construction de nos Perspectives Economiques et Financières.

Chicuong Dang

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation								
	11/04/25	J-7	07/11/24	31/12/24	T-12 mois	J-7		#####		#####		sur 12		
MSCI EMU	161,0	163,5	162,0	163,2	164,5	-1,5	↓		-0,6	↓	-1,3	↓	-2,1	↓
MSCI EMU Mid Cap	1 073,0	1 078,7	1 047,2	1 056,7	1 023,5	-0,5	↓		2,5	↑	1,5	↑	4,8	↑
MSCI EMU Small Cap	422,5	408,1	410,2	390,5	424,1	3,5	↑		3,0	↑	8,2	↑	-0,4	↓
MSCI Europe	163,0	166,3	170,6	169,9	169,2	-2,0	↓		-4,5	↓	-4,0	↓	-3,6	↓
France CAC 40	7 104,8	7 275,0	7 425,6	7 380,7	8 023,7	-2,3	↓		-4,3	↓	-3,7	↓	-11,5	↓
Allemagne DAX 30	7 786,6	7 906,9	7 438,6	7 648,6	7 066,9	-1,5	↓		4,7	↑	1,8	↑	10,2	↑
Italie MIB	34 027,8	34 649,2	33 981,2	34 186,2	33 713,9	-1,8	↓		0,1	↑	-0,5	↓	0,9	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 964,2	8 055,0	8 140,7	8 173,0	7 923,8	-1,1	↓		-2,2	↓	-2,6	↓	0,5	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 171,6	9 474,7	9 785,5	9 877,2	9 273,7	-3,2	↓		-6,3	↓	-7,1	↓	-1,1	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

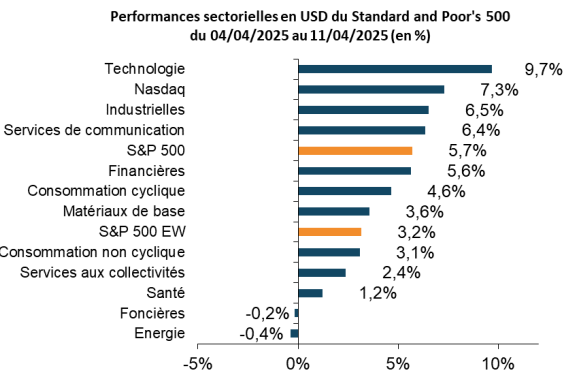
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les indices terminent la semaine en baisse face à l'escalade de la guerre commerciale et aux inquiétudes sur ses conséquences sur la croissance mondiale. Les espoirs d'un accord après la suspension pour 90 jours des nouveaux droits de douane américains permettent néanmoins aux marchés de rebondir en fin semaine. Les marchés chinois, qui ne bénéficient pas de cette suspension, affichent les plus fortes baisses, malgré les promesses de soutien à l'économie faites par le gouvernement. L'escalade avec les Etats-Unis s'est poursuivie vendredi alors que Pékin portait les droits de douanes supplémentaires sur les importations américaines à 125% et annonçait que les puces fabriquées aux Etats-Unis (même si l'assemblage était fait ailleurs) seraient soumis aux droits de douanes sur les produits américains. L'Inde affiche une baisse modérée, grâce à son économie plus domestique et l'annonce d'une nouvelle baisse de taux par la banque centrale indienne en soutien à l'économie.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 termine la semaine en forte hausse grâce à la suspension de 90 jours des droits de douane réciproques. Les semiconducteurs affichent les meilleures performances, soutenus par les suspensions des restrictions prévues sur les puces d'intelligence artificielle de Nvidia vers la Chine. Les services de communication bénéficient d'une activité relativement isolée des tensions tarifaires, bien que les studios de cinéma (Disney, Warner Bros) aient été pénalisés par les restrictions de la Chine sur les films américains. Malgré les inquiétudes économiques, les valeurs bancaires rebondissent grâce à un bon début de saison des résultats, en particulier sur les activités de marché (JP Morgan, Morgan Stanley). Les laboratoires pharmaceutiques reculent alors que le président américain affirme son intention d'imposer des droits de douanes sur les importations de produits pharmaceutiques. Afin de s'adapter à ce nouvel environnement, Apple va diriger sa production indienne vers le marché américain pour contourner les droits de douane chinois. De son côté, Amazon aurait suspendu certaines commandes de produits fabriqués en Asie.



Le Focus de la semaine : Les droits de douane mettront ils fin au modèle à bas coûts des géants du commerce en ligne chinois ?

Le président des États-Unis a annoncé un report de 90 jours dans l'application des nouveaux droits de douane pour la majorité des pays, tout en maintenant une pression maximale sur la Chine, avec 145% de droits de douane désormais effectifs. Parallèlement, Washington a également décidé de mettre fin à l'exemption de droits de douane pour les petits colis d'une valeur inférieure à \$800 en provenance de Chine et de Hong Kong. Une mesure qui abroge un dispositif hérité du US Tariff Act de 1930, initialement conçu pour simplifier les échanges de faible valeur.

Pour rappel, la croissance du nombre de petits colis a été fulgurante entre 2017 et 2024, passant d'environ 300 millions à près de 1,4 milliard de colis, et représente désormais 90% des colis arrivant sur le sol américain, dont plus de 60% en provenance de Chine. Ces volumes d'importation sur le sol américain ont bénéficié au cours des dernières années du relèvement du seuil d'exemption (passant de \$200 à \$800 en 2016) mais aussi de la mise en place en 2018 des droits de douane sur la Chine rendant, contre intuitivement, les petits colis plus économiques. Plus récemment, c'est surtout l'émergence de plateformes de commerce électronique qui proposent une offre de produits à prix cassés dans un contexte d'inflation structurellement plus élevée qui a contribué à la progression. Ainsi, des géants du commerce en ligne, notamment Temu et Shein, ont inondé le marché américain de produits à bas coûts à destination de jeunes consommateurs, abreuvés de publicité sur les réseaux sociaux. En 2023, plus de 30% des colis quotidiens étaient envoyés par Temu ou Shein. Toutefois à partir du 2 mai, ces colis devront s'acquitter de 90 % de droits de douane ou d'un minimum de \$75 par envoi. Une décision qui vise clairement les géants chinois, et les oblige à revoir leur stratégie logistique et commerciale.

Temu a adapté son infrastructure en important désormais « en gros » ses produits pour les stocker dans des entrepôts américains avant de les expédier chez les consommateurs finaux, se rapprochant ainsi du modèle d'Amazon. Shein a pris des mesures similaires en ouvrant des centres de distribution sur le sol américain tout en poursuivant la diversification de sa chaîne de production et d'approvisionnement (Brésil, Turquie et plus récemment en incitant ses principaux fournisseurs à produire au Vietnam). Cependant, cette volonté de diversification pourrait bien se heurter à de nouvelles limites politiques.

Le ministère chinois du commerce aurait exhorté Shein et d'autres entreprises du secteur à ralentir la délocalisation de leur production. Cette pression politique, tant américaine que chinoise pourrait ainsi mettre en péril le modèle sur lequel repose la réussite de ces géants : des volumes massifs à bas prix, produits et expédiés à coût minimal. Dans un monde où les ruptures sur les modes de production et de distribution se multiplient sous les effets de décisions politiques, la question de la viabilité de certains modèles se pose très clairement.

Valentine Druais

Gérante Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)									
						en devise locale					en €				
	11/04/25	J-7	07/11/2024	31/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/2024	31/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/2024	31/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/2024
Etats-Unis - S&P500	5 363	5 074	5 973	5 882	5 199	5,7	-10,2	-8,8	3,2	2,0	-14,6	-16,9	-2,6		
Etats-Unis - Dow Jones	40 213	38 315	43 729	42 544	38 459	5,0	-8,0	-5,5	4,6	1,3	-12,5	-13,8	-1,2		
Etats-Unis - Nasdaq	16 724	15 588	19 269	19 311	16 442	7,3	-13,2	-13,4	1,7	3,5	-17,4	-21,0	-3,9		
Japon Nikkei 300	531	534	590	604	588	-0,7	-10,0	-12,2	-9,7	-2,0	-8,8	-12,3	-9,0		
Corée du Sud KOSPI	2 433	2 465	2 565	2 405	2 707	-1,3	-5,1	1,2	-10,1	-1,6	-11,7	-3,6	-18,0		
Chine - Shanghai	3 342	3 342	3 471	3 352	3 034	0,0	-3,7	-0,3	10,1	-3,4	-9,9	-8,6	3,7		
Hong Kong Hang Seng	22 850	21 134	20 953	20 060	17 095	8,1	9,1	13,9	33,7	4,6	3,9	4,0	27,6		
Marchés Emergents - MSCI	1 045	1 088	1 141	1 075	1 055	-3,9	-8,4	-2,8	-0,9	-7,3	-12,8	-11,4	-6,4		

Sources : Bloomberg, Cova Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Chimie de la construction : la bonne formulation de croissance pour les matériaux de construction

La chimie de la construction regroupe des produits qui confèrent aux matériaux des propriétés techniques spécifiques. Ils sont utilisés à la fois dans la construction neuve et la rénovation de bâtiments et d'infrastructures.

Les produits commercialisés sont des formulations associant des matériaux (sable, ciment, granulats) et des composés issus de la chimie organique et minérale. Ces produits sont traditionnellement classés selon 7 applications : les adjuvants pour béton (retardateurs, prise rapide, facilitateurs de pose) et additifs pour ciment, l'étanchéité (prévention des infiltrations, imperméabilisation des bétons et mortiers), les revêtements de protection (peintures, membranes), les colles et adhésifs (pour carrelage notamment), les ciments/mortiers de réparation, les joints (pour carrelage, brique et construction), les sols et produits de surface. Le savoir-faire du producteur repose donc sur sa capacité à concevoir des formulations couvrant les besoins à différentes étapes de la construction.

Ce marché est estimé à environ 100 Mds€ (sources : Saint-Gobain et Sika), avec une dynamique de croissance supérieure à celle du marché de la construction. Si ce dernier évolue au niveau mondial, sur un rythme annuel de +2 à +3%, celui de la chimie de la construction bénéficie de la contribution supplémentaire de plusieurs éléments :

- **La simplification des méthodes de construction et de mise en œuvre des matériaux** est une tendance lourde initialement observée dans les économies matures pour répondre à une double préoccupation, réaliser des gains de productivité et faire face à un manque de main d'œuvre, notamment la plus qualifiée;
- **La transition écologique** vise la diminution de la consommation d'énergie des activités de construction et des bâtiments. Les produits de la chimie de la construction répondent à ces besoins, tant par une réduction du recours à des matériaux dont la production est très émissive en CO2 (ciment et béton), qu'à travers des produits participant à l'efficacité énergétique des bâtiments;

En conséquence, la dynamique du marché de la chimie de la construction repose sur l'addition de ces éléments à l'évolution initiale du marché de la construction. En novembre 2023, à l'occasion d'une présentation stratégique, le groupe Saint-Gobain estimait la croissance de ce marché à +6/+7% par an.

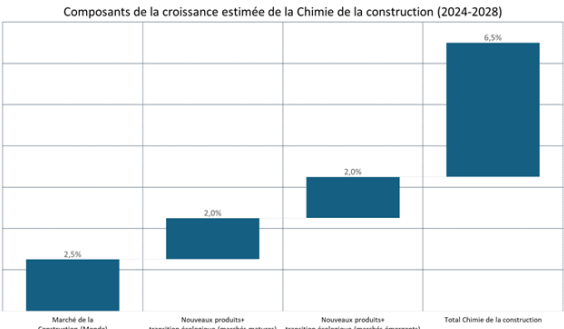
Dans ce contexte, les industriels du secteur suivent des politiques d'innovation produit et des stratégies de marque qui visent à entretenir la valeur ajoutée proposée aux clients. Ces éléments sont également un moyen pour les producteurs de disposer d'une certaine maîtrise de leurs prix de vente.

Trois types d'acteurs structurent ce marché : 1/ des groupes internationaux, parfois actifs sur d'autres marchés liés à la construction 2/ des acteurs « régionaux » présents sur 1 ou plusieurs pays avec une offre produits plus concentrée et des spécialités fortes 3/ des acteurs locaux souvent limités à un pays. Le graphique ci-contre souligne l'importance des 2 premiers acteurs du secteur qui mènent une stratégie de consolidation. Ces opérations concernent à la fois l'expansion sur de nouvelles zones géographiques, à travers le rachat d'acteurs locaux, mais aussi des producteurs spécialisés et des activités cédées par des groupes industriels (à l'image de l'acquisition par Sika AG de MBCC ex-filiale de BASF). Parallèlement, ces 2 groupes de sociétés investissent dans de nouvelles capacités de production sur les marchés où ils sont déjà présents afin de participer à la croissance attendue.

Au final, 55% du marché seraient détenus par 30 industriels dont un peu moins de 20% pour les 2 plus importants producteurs. Cette répartition est une image globale, cependant le niveau de concentration du marché peut être différent selon les zones géographiques et selon les applications.

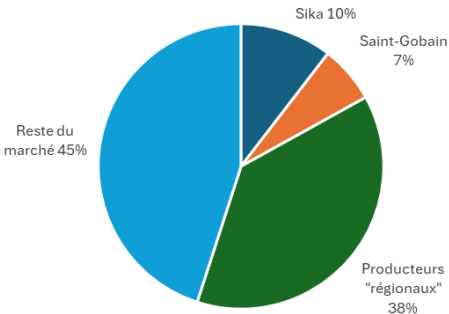
Ce phénomène de concentration peut aussi être une source de risque sur l'environnement concurrentiel des marchés concernés. A l'automne 2023, la Commission européenne a ainsi lancé une enquête sur des soupçons d'entente sur les prix concernant la fourniture d'additifs chimiques pour le ciment et d'adjuvants chimiques pour le béton et le mortier. A ce jour, des perquisitions ont été menées dans plusieurs entreprises du secteur, mais aucune décision n'a été communiquée par les autorités en charge de cette enquête.

Comme toute activité industrielle, la chimie de la construction est émettrice de CO2 du fait de l'énergie utilisée dans les procédés de production et des matières premières chimiques consommées. Cependant, ses produits sont stratégiques pour la décarbonation de la production des matériaux de construction et nécessaire à l'évolution des modes de construction. Elle permet à ces acteurs de s'adapter aux changements structurels auxquels ils doivent faire face, une thématique que nous déclinons dans nos Perspectives Economiques et Financières. Enfin, ces productions étant par nature vendues localement, cette industrie n'est pas exposée à la problématique des hausses des droits de douane.



Source : Saint-Gobain novembre 2023/ Sika octobre 2023

Poids relatif des acteurs du marché de la Chimie de la construction (2023)



Source : Source : Sika AG octobre 2023

Alain Ourvoy

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

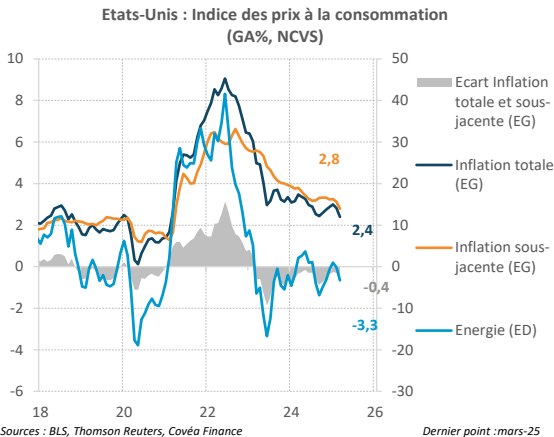
États-Unis

« Donald Trump temporise sur les droits de douane mais cible la Chine »

Le président Trump a partiellement renoncé à la hausse de taxes douanières annoncée la semaine dernière. Si les « droits de douane réciproques » globaux de 10 % sont maintenus, l'application d'un niveau plus élevé sur certains pays a été suspendue pendant 90 jours, soit jusque début juillet. Toutefois, pour la Chine, qui a pris rapidement des mesures de rétorsion, les droits de douane atteindront désormais 125 %, auxquels s'ajoutent les 20% déjà appliqués ces dernières semaines. Le mouvement d'escalade tarifaire s'est poursuivi avec l'annonce par la Chine de droits de douanes de 125% sur les importations de produits américains. De tels niveaux de taxes pourraient être rédhitoires pour les flux commerciaux entre les deux pays. La Chine représente 13% des importations américaines et 7% des exportations. Au global, la suspension d'une partie des droits de douanes devrait atténuer le choc sur l'économie

américaine. Cependant, il ne s'agit à ce stade que d'un répit temporaire ce qui prolonge l'incertitude. L'environnement politique restera ainsi peu propice à la planification des dépenses d'investissement. En fin de semaine, l'administration Trump a fait savoir qu'un certain nombre de produits électroniques (ordinateurs, smartphones...) et semi-conducteurs ne seraient pas ciblés par les droits de douanes réciproques, qu'ils proviennent de Chine ou non, ce qui a été interprété dans un premier temps comme un signal de désescalade. Durant le weekend, M. Trump a toutefois exclu l'idée d'une exemption, mentionnant des droits spécifiques à ces produits qui seront prochainement annoncés.

Les minutes de la dernière réunion de politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed) mettent en avant le haut niveau d'incertitude quant aux impacts de la politique commerciale. Une majorité de participants du comité (FOMC) a souligné « la possibilité que les effets inflationnistes résultant de divers facteurs soient plus persistants qu'ils ne l'avaient prévu ». Dans ce contexte, les participants ont estimé que le comité était « bien placé pour attendre plus de clarté sur les perspectives d'inflation et d'activité économique », suggérant une position d'attente prolongée. Concernant la politique quantitative, presque tous les participants ont soutenu le ralentissement du rythme de réduction du bilan. Le gouverneur Waller a toutefois exprimé son désaccord avec cette décision, lui qui aurait préféré laisser le rythme inchangé. La « plupart » des participants ont déclaré qu'il était important que le FOMC fasse savoir que le ralentissement « n'avait pas d'implications pour l'orientation de la politique monétaire, et n'affecterait pas la trajectoire à long terme du bilan ». Les nombreux banquiers centraux qui se sont exprimés cette semaine n'ont pas changé de tonalité (Williams, Musalem, Goolsbee, Kashkari) en mettant l'accent sur l'incertitude créée par les mesures tarifaires. Ils ont insisté sur la nécessité de garder les anticipations d'inflation ancrées, suggérant que la Réserve fédérale pourrait privilégier la lutte contre



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Indice de confiance NFIB	Indice	mars-25	97,4	100,7	90,7
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	avr.-25	50,8	57,0	65,4
Inflation	IPC, GA%, NCVS	mars-25	2,4	2,8	4,1
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	mars-25	2,8	3,1	4,8

*Du 07/04/2025 au 13/04/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

l'inflation et donc le maintien du statu quo, même face à une économie affaiblie. Sur une note plus accommodante, Susan Collins, Présidente de la Fed de Boston, a déclaré que la Fed « serait absolument prête » à intervenir pour stabiliser les marchés financiers si les conditions devenaient « désordonnées ».

La publication de l'inflation de mars était plutôt rassurante pour la Réserve fédérale. L'indice CPI hors alimentation et énergie n'a progressé que de 0,1% sur le mois et sa croissance annuelle a ralenti à 2,8%, après 3,1% en février. L'inflation totale se modère à 2,4%. La faiblesse sur le mois provient des billets d'avion (-5,3%), de l'hôtellerie (-4,3%) et des assurances automobiles (-0,8%). L'énergie affiche également une baisse marquée de 2,4%, un mouvement qui pourrait se poursuivre au regard de la chute du prix du pétrole depuis le 2 avril. En revanche, les loyers (réels et imputés) affichent encore une croissance solide (0,3% et 0,4% respectivement). Ce répit de l'inflation pourrait être de courte durée car les droits de douane auront selon toute vraisemblance un impact haussier sur les prix des biens dès le mois d'avril. La confiance du consommateur a accentué sa chute en avril d'après l'indicateur de l'Université du Michigan, qui passe de 57 à 50,8. Les ménages ont été interrogés jusqu'au 8 avril, les réponses ne reflètent donc pas la pause des mesures douanières annoncées le 9 avril. Contrairement aux résultats de mars, où la baisse concernait surtout les perspectives, les conditions présentes se dégradent aussi. Les anticipations d'inflation des ménages s'emballent, passant de 5% à 6,7% à horizon 1 an, et de 4,1% à 4,4% à horizon 5 ans, reflet des inquiétudes liées à l'imposition de droits de douanes plus élevés qu'attendu. L'impact est également significatif sur la confiance des PME. L'indicateur d'enquête NFIB est passé de 100,7 à 97,4 en avril. Avec ce 3^{ème} mois consécutif de repli, une large partie du bond enregistré à la suite de l'élection de D. Trump a été effacée.

La Chambre des Représentants a approuvé d'une courte majorité (216 contre 214) une résolution budgétaire proposée par le Sénat, qui ouvre la voie aux mesures fiscales promises par le Président Trump, notamment la prolongation des baisses d'impôt sur le revenu qui doivent expirer en fin d'année. Ce texte, qui n'a pas force de loi et fixe uniquement un cadre pour les futures discussions budgétaires, prévoit une augmentation du déficit de 5300 Mds\$ sur 10 ans, comprenant 3800 Mds\$ pour la prolongation des baisses d'impôt de la réforme fiscale de 2017 (TCJA) arrivant à expiration le 31 décembre 2025, mais aussi 520 Mds\$ pour la sécurité aux frontières et la défense. Le texte prévoit des coupes budgétaires dérisoires (4 Mds\$), ce qui a provoqué des critiques dans le camp républicain. Pour convaincre les élus réticents, les leaders républicains à la Chambre et au Sénat, M. Johnson et M. Thune, se sont engagés lors d'une déclaration commune à réduire les dépenses d'au moins 1500 Mds\$. Deux élus de la Chambre ont finalement voté contre, avec l'ensemble des démocrates, dénonçant des augmentations du déficit budgétaire inacceptables prévues dans le projet. L'adoption d'un cadre budgétaire identique par la Chambre et le Sénat constitue la première étape de la procédure de « réconciliation », un processus qui permet d'éviter l'obstruction au Sénat et d'adopter une version finale de la législation avec une majorité simple de 51 voix, au lieu des 60 habituellement requises. La seconde étape, la plus difficile, consistera désormais pour les commissions compétentes à adopter une législation détaillée. Les républicains sont largement d'accord sur les principaux points, tels que la prolongation des réductions d'impôts et l'augmentation des financements pour la sécurité des frontières et la défense nationale. En revanche, ils sont très divisés sur les réductions de dépenses, en particulier sur le programme Medicaid (programme de santé pour les plus démunis). Comme pour toute autre législation, les deux chambres du Congrès doivent adopter une législation identique, et le président doit la signer pour qu'elle devienne loi. Ainsi, plusieurs mois seront encore nécessaires avant l'adoption d'un budget et la mise en œuvre des mesures fiscales.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

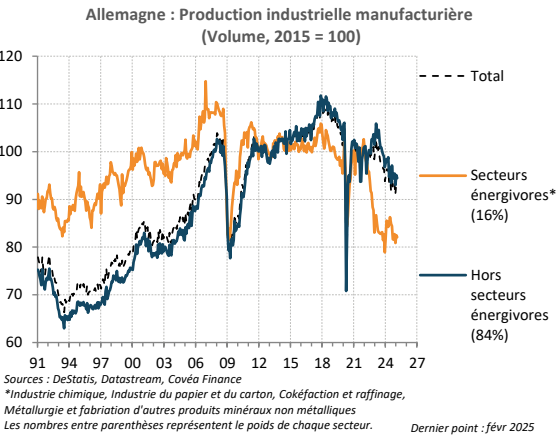


Suivi Macroéconomique

Europe

« Le feuillet des droits de douane entretient l'incertitude en zone euro »

A la suite de la suspension pour 90 jours de l'entrée en vigueur des « droits de douane réciproques » annoncés la semaine précédente par Donald Trump, l'Union européenne -par la voix de la présidente de la Commission- a également suspendu pour une période équivalente la mise en œuvre de sa réponse aux taxes supplémentaires sur l'acier et l'aluminium, réponse approuvée par les Etats-membres en début de semaine. Pendant ce délai, destiné à « donner une chance à la négociation », l'Union va continuer à travailler à sa réponse, qui sera appliquée en cas d'échec des discussions avec l'administration américaine. Par ailleurs, Georgia Meloni se rendra à Washington jeudi pour rencontrer Donald Trump.



Les banquiers centraux européens estiment que les récents mouvements de marchés n'engendrent pas de risque financier global dans la zone euro, les institutions financières étant solides et s'étant montrées résilientes en d'autres épisodes de stress. En revanche, ils se montrent de plus en plus inquiets des conséquences sur l'activité économique de la guerre commerciale déclenchée par Donald Trump. Devant l'Eurogroupe, Christine Lagarde a admis que les annonces de Donald Trump allaient bien au-delà de ce qu'envisageait la BCE et que les conséquences en seraient très importantes. Elle a ajouté que la banque centrale se tenait toujours prête à utiliser tous les instruments à sa disposition pour assurer la stabilité des prix et la stabilité financière, « l'une n'allant pas sans l'autre ». A l'exception de Klass Knot, gouverneur de la banque centrale des Pays-Bas, qui pense que la guerre commerciale sera inflationniste à terme et qui ne se prononce pas sur la nécessité ou pas de baisser à nouveau les taux directeurs européens cette semaine, les membres du Conseil des gouverneurs qui se sont prononcés ont généralement plaidé pour un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire de la BCE dès ce jeudi.

Dans la zone euro, les ventes au détail -en volume- ont progressé de 0,3% en glissement mensuel (GM) en février, portant leur hausse sur un an à 2,3%. La progression se généralise et reste plus dynamique dans le secteur des biens hors alimentation et énergie.

En Allemagne, la production industrielle a reculé de 1,3% en février, portant sa contraction à 4,0% sur un an. La baisse sur le mois a été essentiellement tirée par la construction, l'énergie et l'agroalimentaire. La production des industries les plus utilisatrices d'énergie a diminué de 0,6% par rapport au mois précédent et de 4,0% sur un an. En revanche, les exportations allemandes de marchandises ont progressé de 1,8% en février, pour revenir à leur niveau du même mois un an auparavant. Elles ont été soutenues par la demande des partenaires de la zone euro (+2,8% sur le mois), mais aussi par un bond de 8,5% (GM) des livraisons aux Etats-Unis, avant l'annonce des droits de douane supplémentaires américains.

En Allemagne, l'alliance CDU-CSU et le SPD ont trouvé un accord de coalition pour gouverner ensemble. Celui-ci indique que l'Allemagne va plaider pour un accord de libre-échange avec les Etats-Unis et pour que l'accord avec le Mercosur soit ratifié. Les taxes sur l'électricité et les droits d'accès au réseau vont être réduits. Le gouvernement souhaite aussi la construction de nouvelles centrales électrique à gaz. Comme indiqué dans le préaccord signé entre les deux partis, une commission va être instituée pour proposer une réforme, qui devrait être votée avant la fin de l'année, plus large du mécanisme de frein à la dette. Les dépenses militaires vont être « considérablement augmentées » ces quatre prochaines années et le service militaire va renaître, sur la base du volontariat. Les conditions d'immigration vont être durcies et des expulsions de migrants illégaux sont annoncées. Enfin, la coalition supporte l'objectif européen de réduction des émissions de gaz à effet de serre de 90% d'ici 2040, essentiellement via des efforts imposés aux industries domestiques mais aussi via des subventions à l'achat de véhicules électriques. Toutefois, des déclarations intervenues durant le weekend montre que cet accord, qui doit être ratifié par les militants des partis concernés, reste fragile.

Sans se distinguer des autres prévisionnistes, les instituts allemands de conjoncture ont abaissé leur prévision de croissance en Allemagne à 0,1% cette année (0,8% dans leur publication de septembre), sans que l'intégralité des dernières annonces de Donald Trump n'ait encore été prise en compte. La prévision pour 2026 aurait aussi été légèrement révisée à la baisse, mais la croissance serait légèrement supérieure à 1%, contre 1,3% précédemment.

Moody's a maintenu la note de la dette souveraine française à long terme à Aa3. La perspective reste stable. L'agence constate que l'instabilité politique reste importante. Conjointement à la dégradation des perspectives économiques, elle engendre des risques sur l'objectif de déficit 2026. Mais elle préfère ne pas prendre de nouvelle action immédiate.

Au Royaume-Uni, le PIB a progressé plus qu'attendu au mois de février (+0,5% GM contre +0,1% attendu par le consensus), essentiellement en raison d'un rebond inattendu de l'activité manufacturière (+2,2% sur le mois). En revanche, le déficit commercial a augmenté par rapport au mois précédent. L'activité est ainsi en croissance de 1,4% par rapport à février 2024.

Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

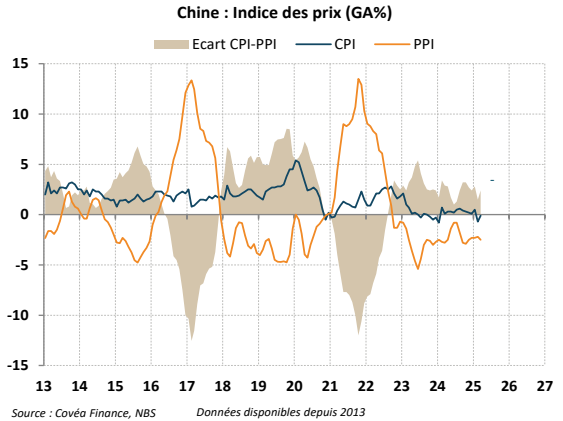
« La Chine monte les droits de douane sur les produits américains à 125% et indique qu'elle s'arrêtera là »

La Chine a poursuivi sa politique de représailles face aux hausses de droits de douane de D. Trump. A la suite de l'annonce de la mise en place des droits de douane « réciproque » le 2 avril, les autorités chinoises ont systématiquement répondu par des hausses de droits de douane sur les importations de produits américains proportionnelles à celles annoncées par les Etats-Unis sur les produits chinois. **Cette surenchère progressive a amené vendredi dernier les autorités chinoises à monter les droits de douane sur les produits américains à 125% (contre 145% pour les Etats-Unis) et à indiquer finalement qu'« étant donné que les exportations américaines vers la Chine ne sont plus commercialement viables aux niveaux actuels des droits de douane, si les États-Unis continuent d'augmenter les droits de douane sur les exportations chinoises vers les États-Unis, la Chine ne réagira plus**

». Un porte-parole du ministère du commerce a déclaré qu'en portant les droits de douane à des niveaux exorbitants, les États-Unis avaient plongé les deux pays dans « un jeu de chiffres sans véritable signification économique ». Il a confirmé que la Chine ne réagirait pas à de nouvelles hausses de droits de douane mais a également alerté sur le fait que « si les États-Unis insistent pour nuire matériellement aux intérêts de la Chine, celle-ci ripostera résolument et jusqu'au bout ».

Face à la montée des barrières commerciales, le Premier ministre chinois Li Qiang a indiqué que des politiques macroéconomiques plus proactives seront mises en place, dont en particulier des actions pour stabiliser l'emploi, stimuler les revenus et la consommation de services. Néanmoins, il n'a pas apporté de précision sur ces mesures. Face aux perturbations causées sur les marchés financiers, plusieurs institutions publiques sont intervenues au cours des deux dernières semaines pour soutenir les marchés chinois via des achats d'action.

Si les exportations chinoises devraient être lourdement affectées par la montée des barrières commerciales, ce phénomène n'est pas encore visible dans les données de mars, bien au contraire. Les exportations ont fortement accéléré sur le mois (12,4% en glissement annuel après 4,4% en février), reflétant probablement les anticipations de hausses de droits de douane du 2 avril. Ce redressement s'est généralisé aux principaux partenaires commerciaux de la Chine, y compris les exportations à destination des Etats-Unis (+8,8% en mars après 2,2% en février). Par catégorie de produits, l'amélioration a également été généralisée mais elle est surtout visible au niveau des produits intensifs en main d'œuvre, tels que les vêtements et chaussures. Les exportations chinoises devraient bénéficier des exemptions sur les droits de douane « réciproques » sur de nombreux produits électroniques mais certains seront probablement affectés par des annonces de droits de douane sectoriels, en particulier sur les semiconducteurs. En revanche, les



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
CH	Inflation	IPC, NCVS, GA%	mars-25	-0,1	-0,7	0,2
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	mars-25	0,5	-0,1	0,7
	Exportations	Vol, NCVS, GA%	mars-25	12,4	-3,0	-4,7
	Importations	Vol, NCVS, GA%	mars-25	-4,3	1,5	-5,5

*Du 07/04/2025 au 13/04/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

importations poursuivent leur déclin (-4,3% en mars après -2,0%), rapportant toujours une faible demande domestique chinoise en dépit de la communication appuyée des autorités en faveur d'une relance de la demande. Ainsi, la balance commerciale chinoise atteint 103 Mds\$ sur le mois de mars, soit un niveau particulièrement élevé au regard de l'historique.

En mars, l'inflation chinoise reste en territoire négatif. L'indice des prix à la consommation recule de 0,1% sur un an, ce qui constitue une progression par rapport au déclin de 0,7% enregistré en février, notamment en lien avec les effets calendaires associés au nouvel an lunaire. Hors inflation et énergie, l'inflation atteint 0,5% (après -0,1% en février) et retrouve ainsi sa moyenne de l'année 2024. En revanche, l'indice des prix à la production rapporte un déclin bien plus prononcé, à -2,5% (contre -2,2 % en février), affectant particulièrement les secteurs de l'extraction minière et pétrolière. Ainsi, le maintien de fortes pressions déflationnistes continue de traduire un déséquilibre persistant entre l'offre, qui reste soutenue par des investissements massifs, et la demande intérieure, qui demeure particulièrement faible. Ce phénomène pourrait être amplifié par l'augmentation des barrières douanières, en l'absence de soutiens significatifs des autorités à la consommation domestique. **Un des rares signaux positifs sur la demande intérieure chinoise concerne les données de crédit, qui se reprennent quelque peu début 2025, après s'être fortement modérées en 2024.**

En Corée du Sud, les autorités ont annoncé des mesures d'urgence pour soutenir l'industrie automobile face à la hausse des droits de douane américains de 25% sur le secteur. Les constructeurs automobiles coréens sont en effet particulièrement exposés dans la mesure où, en 2024, environ la moitié de leurs exportations étaient destinées au marché américain. Le train de mesures de soutien comprendra des réductions d'impôts sur les achats de véhicules, des subventions (en particulier sur les véhicules électriques) et le gouvernement a déclaré qu'il soutiendrait activement les efforts des constructeurs pour développer les marchés d'exportation dans les pays du sud.

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.