

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

07 février 2022

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

King Coal*

La Russie a utilisé son veto au conseil de sécurité de l'ONU pour empêcher l'adoption d'une résolution faisant le lien entre bouleversements climatiques et sécurité internationale. La prévention des conflits par les Nations-Unies ne passera donc pas par une reconnaissance officielle d'effets du climat sur les tensions géopolitiques.

La crise énergétique mondiale a eu pourtant des « effets de bord » inattendus puisque les centrales à charbon tournent à plein régime dans de nombreuses régions du monde et assurent encore près de 36% de la génération mondiale d'électricité. Et l'envolée du prix du gaz naturel, multiplié par 3 en 2021 (NB : il n'y a pas d'OPEP du gaz), conduit de grands pays consommateurs comme la Chine ou l'Inde à augmenter à la fois leur extraction de houille malgré leurs engagements climatiques, ou leurs importations malgré les différends diplomatiques qu'ils peuvent avoir avec les pays producteurs...

Or, même si le prix du gaz est retombé loin de ses plus hauts niveaux de décembre 2021, la demande de charbon atteindra des records cette année tout comme la production d'électricité tirée du charbon. Un paradoxe à l'heure de la décarbonation. Et l'Agence Internationale de l'Energie (AIE) ne s'attend donc pas à l'atteinte des objectifs en matière d'émissions liées au charbon.

Plus proche de nous, les températures clémentes actuelles nous épargnent encore des coupures d'électricité « ciblées », des baisses de tensions sur nos réseaux ou de l'activation auprès des industriels partenaires de clauses d'interruptions de livraison d'électricité. Mais il a été prévu d'augmenter, temporairement par décret, la production de nos centrales thermiques à charbon en janvier et février...

Car la sécurité d'approvisionnement en énergie est un enjeu majeur dans le cadre d'une politique de relocalisation et de reconquête industrielle. Au-delà du prix de l'énergie, sa sécurité est fondamentale pour ancrer dans le temps un flux d'installation de nouveaux sites de fabrication. Et il ne peut y avoir de croissance sans abondance d'énergie. Un enjeu notamment pour l'Allemagne qui a confirmé dans son équation énergétique, renégociée entre les partis de la nouvelle coalition à l'occasion des dernières élections, la sortie complète de l'atome cette année. Celui-ci est pourtant encore à l'origine de 11% de sa production d'électricité. Mais il est vrai qu'elle pourra toujours profiter de sa base arrière de producteurs d'énergie plus ou moins carbonée qui maillent son hinterland.

* King Coal : le Roi charbon est un roman d'Upton Sinclair (1917) qui dépeint l'industrie charbonnière américaine dans les années 1910

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

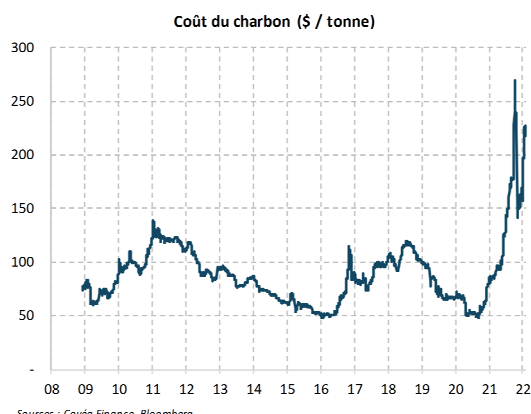
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« Des effets de bord inattendus... »



Nos clés de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	04/02/22	10/11/21	T-12 mois	10/11/21	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,145	1,148	1,196	-0,3	-4,3
€ / £	0,846	0,856	0,875	-1,2	-3,3
€ / Yen	131,96	130,75	126,25	0,9	4,5
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	93	83	59	12,9	58,5
Indice CRB*	590	570	464	3,5	27,4
Prix de l'once d'Or	1 807	1 848	1 789	-2,3	1,0
Prix de la tonne de cuivre	9 842	9 533	7 823	3,2	25,8
Indice Baltic Dry**	1 423	2 861	1 327	-50,3	7,2
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	5 010	4 536	2 869	10,5	74,6

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

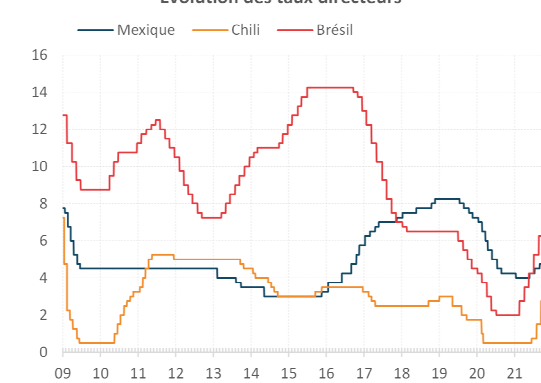
L'analyse des marchés :

Après un mois dominé par les nouvelles aux Etats-Unis et la Réserve Fédérale, c'est la zone Euro qui a animé le marché la semaine dernière, avec des chiffres d'inflation plus hauts qu'attendus et le discours de Christine Lagarde beaucoup moins accommodant que précédemment. Deux hausses de taux cette année sont maintenant intégrées dans les prix des contrats futures Euribor, une en septembre et une en décembre. Ce qui signifierait une fin des programmes d'achats dès cet été peut-être même dès juin. Si c'était confirmé, nous aurions une pression supplémentaire sur les Etats de la zone Euro qui se retrouveraient dès cette année en émissions nettes positives. L'ensemble des courbes de taux ont réagi par une forte hausse, le 10 ans français s'écarte de 30pbs sur la semaine à 0.64%, avec une sous-performance de la zone 3-5 ans et un aplatissement de la partie longue, entre le 10 et le 30 ans. Le marché du crédit, enfin, après un début de semaine assez porteur a fortement baissé vendredi suite aux propos de la BCE. Même si le marché primaire a encore été assez actif avec 7.7Mds€ d'émissions, l'appétit pour cette classe d'actifs est en train de diminuer.

Le Focus de la semaine : Hausses des taux et turbulences en Amérique Latine

Les pays d'Amérique Latine affichent des taux d'intérêt de plus en plus élevés en \$ mais surtout en devise locale. Le Brésil, le Mexique et le Chili proposent respectivement un rendement supérieur à 10%, 7%, et 5% sur toutes les maturités. Ces taux d'intérêt sont le reflet de situations économiques et politiques disparates. L'activité économique de certains de ces pays est structurellement liée aux matières premières, c'est le cas notamment du Chili, où elles représentent plus de 86% des exportations et 13% du Produit Intérieur Brut. Les plans de relance face à la crise pandémique ont généré de l'inflation, qui fin 2021 a atteint plus de 7% au Chili et plus de 10% au Brésil. Face à ces pressions inflationnistes fortes, les banques centrales ont réagi rapidement en montant leurs taux directeurs. Les dernières hausses datent de la semaine dernière, où la Banque Centrale du Brésil a, à nouveau, monté ses taux de 150pb à 10,75% soit plus de 8% de hausse en un an. Le Mexique a, quant à lui, une situation différente avec une économie très axée sur les produits manufacturés qui contribuent à 17% du PIB et 80% des exportations. Il a également été amené à entamer son cycle de resserrement monétaire pour faire face à une inflation de plus de 7% expliquée par les goulets d'étranglement et l'éclatement des chaînes d'approvisionnement. Les changements de politique monétaire de la Réserve Fédérale américaine sont pour partie intégrés par les marchés, malgré les hausses de taux au niveau local, les devises se sont dépréciées face au \$ en 2021. Les besoins de financement à l'étranger sont attendus en forte baisse en 2022, à l'exception du Mexique qui devrait encore emprunter plus de 10Mds\$. L'avance sur le cycle de resserrement devrait soutenir la dette de ces pays en 2022, cependant les situations économiques et politiques, très disparates, ne sont pas encourageantes. L'économie brésilienne est entrée en récession en fin d'année dernière lorsque les mesures de relance liées à la pandémie ont cessé de faire effet. La croissance devrait rester atone cette année malgré les dépenses budgétaires du président sortant Jair Bolsonaro, ce qui devrait encore détériorer les comptes publics. Le Mexique a également connu un ralentissement au deuxième semestre 2021 expliqué par l'absence de plan de relance du gouvernement et un secteur manufacturier en souffrance. Le Chili est, quant à lui, dans une situation plus appréciable. Alors que la hausse des matières premières continue, il possède les plus grandes réserves de lithium et de cuivre au monde, son taux de chômage est au plus bas et plus de 85% de sa population est vaccinée. Le risque le plus important vient de la nouvelle constitution en cours d'élaboration et de ses conséquences sur le secteur minier, comme évoqué dans le focus des actions internationales. Il reste néanmoins intéressant de suivre l'évolution de ce pays, qui est en train d'écrire une nouvelle page de son histoire, et de sa dette.

Evolution des taux directeurs



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Marie-Edmée de Monts de Savasse

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)	
	04/02/22	J-7	10/11/21	31/12/21	T-12 mois	J-7	10/11/21	31/12/21	sur 12 mois		2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs												
Réserve Fédérale Américaine	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00			
BCE - Taux Repo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			
BCE - Taux Facilité de dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	0,00	0,00	0,00			
Banque d'Angleterre	0,50	0,25	0,10	0,25	0,10	0,25	0,40	0,25	0,40			
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00			
Taux 10 ans												
Etats-Unis	1,91	1,77	1,55	1,51	1,14	14	36	40	77	60	30	
Allemagne	0,21	-0,05	-0,25	-0,18	-0,45	25	45	38	66	46	15	
France	0,65	0,37	0,11	0,20	-0,24	28	53	45	88	117	43	
Italie	1,75	1,28	0,94	1,17	0,55	46	81	57	120	142	62	
Royaume-Uni	1,41	1,24	0,93	0,97	0,44	17	49	44	97	16	7	
Japon	0,20	0,17	0,06	0,07	0,06	3	14	13	14	24	61	
Crédit												
Indice Itraxx Main	64,8	59,3	48,9	47,8	48,0	5,5	15,9	17,1	16,8			
Indice Itraxx Crossover	314,5	285,4	248,0	241,7	244,4	29,2	66,5	72,8	70,1			

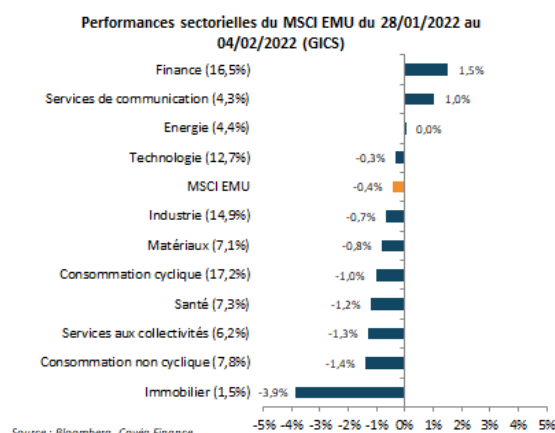
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

L'indice des actions de la zone euro recule de 0,4% sur la semaine, pénalisé par les annonces de la BCE en fin de semaine qui font état d'un risque inflationniste plus persistant et qui laissent la porte ouverte à une hausse de taux cette année. Depuis le début de l'année, l'indice enregistre une baisse de 5% avec une forte rotation sectorielle orchestrée par un mouvement de hausse des taux souverains au profit des secteurs décotés : Énergie (+11%) et Finance (+6,7%) alors que les secteurs de croissance à haut multiple de valorisation tel que le secteur de la Technologie (-17%) sont pénalisés. Sur la semaine, le secteur de la Finance (+1,5%) profite donc de la forte hausse des taux souverains, en particulier la composante bancaire qui progresse de 4%. Le secteur des services de communication (+1%) enregistre également une performance positive, tiré par la bonne publication de Publicis (+7%) qui vise une croissance organique de 4-5% pour 2022 et les gains de parts de marché de T-Mobile USA qui profite à sa maison mère Deutsche Telekom (+2%). L'Énergie (+0%) arrive en troisième position, à l'équilibre sur la semaine et en tête du classement depuis le début de l'année, reflétant la vigueur du baril de pétrole qui dépasse la barre des \$90 (référence Brent), un plus haut depuis 2014. À l'inverse dans le bas de classement, l'immobilier (-3,9%) est pénalisé par sa corrélation négative avec les taux ainsi que le secteur des services aux collectivités (-1,3%) qui pâtit de la longue durée de ses actifs. La consommation non cyclique (-1,4%) reflète la pression sur les brasseurs suite à la publication de Carlsberg qui anticipe une croissance des coûts unitaires entre 10-12% pour l'année en cours et témoigne d'un sentiment diffus de pressions inflationnistes sur la base des coûts à travers les secteurs.



Le Focus de la semaine : Rotation « intra-sectorielle »

Depuis le début de l'année, la hausse des taux est à l'origine d'une désaffection brutale au détriment des sociétés à hauts multiples de valorisation. Ces sociétés de qualité, appréciées pour leur fort potentiel de croissance sont en effet plus vulnérables dans un scénario de hausse de taux puisqu'une part plus importante de leur valorisation réside dans les années à venir. La mécanique d'actualisation des flux de trésorerie futurs est de fait plus pénalisante pour les sociétés à forte croissance lorsque les taux augmentent. Nous souhaitons apporter cette semaine une illustration de ce phénomène au sein même du secteur de la santé. À l'intérieur de ce compartiment, il existe un rapport du simple au double entre les niveaux de valorisation des sociétés de technologie médicale (Medtech) et celles des laboratoires pharmaceutiques. La comparaison de l'évolution des taux souverains avec un panier des principales sociétés Medtech de la cote européenne, composé d'acteurs du diagnostic (Biomérieux, Diasorin, Siemens Healthineers, Qiagen, Eurofins), des prothèses auditives (Sonova, Demant et Amplifon), des prothèses dentaires (Straumann), de l'ophtalmologie (Carl Zeiss), des soins personnels (Coloplast) et de la biotechnologie (Sartorius Stedim et Lonza) montre que la valorisation moyenne de ce panier s'est contractée d'un multiple de 41 fois les bénéfices attendus cette année à 33 fois en l'espace de seulement quatre semaines. Une baisse aucunement liée aux fondamentaux de ces sociétés qui demeurent bons comme en témoignent les publications annuelles récentes de Sartorius et Lonza mais bien uniquement à cet effet technique. À l'inverse, pour les laboratoires pharmaceutiques (Sanofi, UCB, Novartis, Novo Nordisk, Astrazeneca et Glaxosmithkline), la compression de multiples est plus mesurée, en baisse de 18 fois à 17 fois les bénéfices attendus cette année. Cela confirme la prudence que nous mettons en avant sur les niveaux de valorisation de certains pans du marché lors de nos dernières Perspectives Économiques et Financières.

Grégoire du Mesnil

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	04/02/22	J-7	10/11/21	31/12/21	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/21	sur 12 mois	
MSCI EMU	146,6	147,2	155,2	154,1	131,8	-0,4	↓	-5,6	↓	11,2
MSCI EMU Mid Cap	1 025	1 023	1 096	1 094	986	0,2	↑	-6,5	↓	4,0
MSCI EMU Small Cap	467,2	455,3	504,3	487,4	446,3	2,6	↑	-7,4	↓	4,7
MSCI Europe	154,4	155,4	160,1	161,7	135,5	-0,7	↓	-3,6	↓	13,9
France CAC40	6 951	6 966	7 045	7 153	5 609	-0,2	↓	-1,3	↓	23,9
Allemagne DAX30	6 378	6 471	6 789	6 696	6 068	-1,4	↓	-6,1	↓	5,1
Italie MIB	26 604	26 565	27 561	27 445	22 901	0,1	↑	-3,5	↓	16,2
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 516	7 466	7 340	7 385	6 504	0,7	↑	2,4	↑	15,6
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 883	8 971	8 572	8 777	7 433	-1,0	↓	3,6	↑	19,5

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

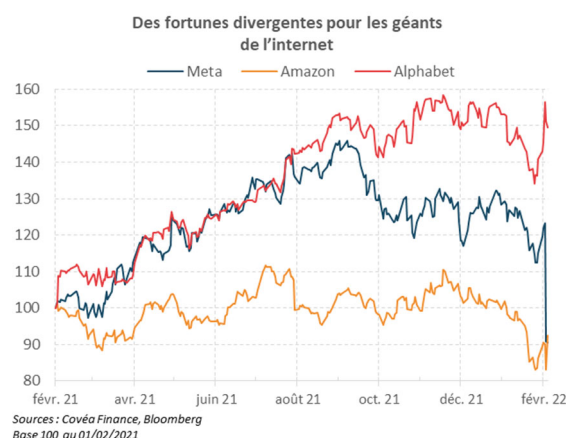
Les marchés **asiatiques** sont en hausse sur la semaine, sachant toutefois que les mouvements ont été limités par des fermetures complètes ou partielles de certains marchés, liées aux festivités du nouvel an lunaire. La surperformance de Hong Kong (ouvert seulement lundi et vendredi) a été tirée essentiellement par les valeurs bancaires, dans l'anticipation d'une hausse des taux d'intérêt américains, et technologiques, en réaction à la bonne publication d'Amazon. Le marché japonais, ouvert toute la semaine, a bénéficié d'une hausse sensible des compartiments communications et technologie ainsi que du rebond des valeurs de santé, en lien direct avec les publications de résultats. A Singapour et en Thaïlande, les performances ont été dirigées par les valeurs financières.

Le suivi des grandes plateformes internet reste au centre des préoccupations de l'agence sud-coréenne de régulation des télécoms qui attend de la part d'Apple et Alphabet (maison mère de Google) des propositions plus conformes au texte qui leur interdit d'imposer leurs systèmes de paiement aux développeurs. Parallèlement, le Japon a révélé sa vulnérabilité aux chaînes d'approvisionnement dans un rapport qui montre que la Chine dispose de plus de 50% de parts de marché dans plus de 1,000 catégories de biens et représente près d'un quart de la valeur des importations du pays. Fin février, le gouvernement japonais présentera un projet de loi sur la sécurité économique dont l'objectif consiste à renforcer les chaînes d'approvisionnement, assurer la sécurité des infrastructures, améliorer la recherche et le développement et renforcer la protection des brevets nationaux.

Le marché **américain** rebondit légèrement, mais demeure particulièrement sensible aux chiffres d'inflation, aux commentaires de la Réserve Fédérale ainsi qu'à la montée des tensions à la frontière ukrainienne. Les publications de résultats trimestriels sont par ailleurs très contrastées en raison des hausses de coûts (salaires, matières premières et fret) et des pénuries de composants (semi-conducteurs) qui continuent de peser sur les marges et les volumes d'affaires. Dans ce contexte, on note une volatilité accrue au niveau des titres et des disparités sectorielles marquées (énergie +5%, finance +3.5%). Les publications de Meta (maison mère de Facebook) et d'Amazon ont révélé des dynamiques contrastées et conduit à des réactions boursières violentes :

-26% pour Meta suite au léger déclin de sa base d'utilisateurs actifs et à des prévisions de croissance inférieures aux attentes en raison de la concurrence accrue de TikTok et aux nouvelles règles de confidentialité chez Apple,

+13,5% pour Amazon qui a démontré une nouvelle accélération de la croissance chez AWS (infrastructures Cloud) et dévoilé un chiffre d'affaires publicitaire de \$31 Mds, supérieur à celui de YouTube (Google). Parallèlement, la direction a évoqué une diminution des pressions salariales aux États-Unis et annoncé une hausse du prix de l'abonnement Prime (+17%).



Le Focus de la semaine : Chili, Une révolution du secteur minier à venir

L'industrie minière chilienne pourrait être confrontée à son plus grand bouleversement depuis les nationalisations des années 1970, alors qu'une Assemblée dominée par les partis de gauche et les écologistes rédige une nouvelle constitution. La semaine dernière, la commission environnementale de l'Assemblée constituante a approuvé une proposition de nationalisation des mines de cuivre et de lithium (parmi les plus grandes au monde), tout en annulant les droits sur l'eau accordés au secteur privé chilien (priorisant l'utilisation de l'eau pour la consommation humaine et exigeant au secteur privé de demander des permis temporaires d'utilisation de l'eau). Même si ces propositions requerront une majorité des deux tiers à l'assemblée et un référendum populaire pour être actées, elles illustrent les velléités des pays détenteurs de matières premières de se réapproprier leurs richesses. Si la saisie d'actifs et l'annulation de concessions semblent improbables, d'autres propositions moins radicales verront le jour : des limites de temps aux concessions, des royalties plus importantes, d'importants investissements connexes à réaliser pour améliorer les infrastructures du pays... Entre temps, les perturbations sur le prix de certaines matières premières critiques à la transition écologique sont hautement probables. L'enjeu de cette transition reposant sur des ressources que les pays occidentaux, et notamment l'Europe, ne possèdent qu'en très faible quantité.

Jean-Paul Poggi-Pizzini

Gérant Actions Emergents



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	04/02/22	J-7	10/11/2021	31/12/21	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	10/11/2021	31/12/20	sur 12 mois	J-7	10/11/2021	31/12/20	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 501	4 432	4 647	4 766	3 872	1,5	↑	-3,1	↓	-5,6	↓	16,2	↑
Etats-Unis - Dow Jones	35 090	34 725	36 080	36 338	31 056	1,0	↑	-2,7	↓	-3,4	↓	13,0	↑
Etats-Unis - Nasdaq	14 098	13 771	15 623	15 645	13 778	2,4	↑	-9,8	↓	-9,9	↓	2,3	↑
Japon Nikkei 300	409	397	422	420	391	2,9	↑	-3,2	↓	-2,7	↓	4,6	↑
Corée du Sud KOSPI	2 750	2 663	2 930	2 993	3 088	3,3	↑	-6,1	↓	-8,1	↓	-10,9	↓
Chine - Shanghai	3 361	3 361	3 507	3 640	3 502	0,0	→	-4,2	↓	-7,6	↓	-4,0	↓
Hong Kong Hang Seng	24 573	23 550	24 813	23 398	29 114	4,3	↑	-1,0	↓	5,0	↑	-15,6	↓
Marchés Emergents - MSCI	1 221	1 191	1 274	1 232	1 388	2,5	↑	-4,2	↓	-0,9	↓	-12,0	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Il aura fallu une enquête menée par un journaliste d'investigation pour mettre au jour les carences supposées de plusieurs établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes (Ehpad) gérés par Orpéa et provoquer sa chute en bourse. Désillusion pour les actionnaires et les agences de notations extra-financières qui avaient jusque là plutôt bien apprécié la performance extra-financière d'Orpéa, dont les rapports annuels faisaient de plus en plus apparaître le mot « humain » (75 fois dans celui de 2020). Pour autant, il ne fallait pas oublier les quelques controverses passées relatives à ce secteur, qui nous rappellent cruellement que la gestion d'un Ehpad et de ses pensionnaires, souvent fragiles (l'âge moyen d'entrée dans un Ehpad est de 89 ans), doit être rigoureuse en termes de moyens (en 2019, une intoxication alimentaire dans un Ehpad de Toulouse géré par Korian avait causé la mort de cinq de ses résidents).

L'enquête, menée à travers le livre « Les Fossoyeurs », a notamment mis en évidence des rationnements de nourritures et de produits d'hygiène chez Orpéa, ainsi qu'un recours abusif aux CDD. Orpéa a rapidement démenti ces accusations mais son Conseil d'Administration, précipitamment réuni un dimanche, a toutefois procédé à un limogeage éclair du Directeur Général.

A l'aube de la campagne présidentielle, le dossier prend une tournure politique avec des candidats qui vont s'emparer du sujet de la dépendance. L'Exécutif sera donc vigilant. Brigitte Bourguignon, Ministre chargée de l'autonomie, a aussitôt convoqué la direction du Groupe pour des explications ; Orpéa va faire l'objet d'une double enquête de l'Inspection Générale des Affaires Sociales et de l'Inspection Générale des Finances et chacun de ses Ehpad sera inspecté par les ARS (Agences Régionales de Santé). A moyen terme, on pourrait envisager une régulation accrue du secteur et la mise en place d'une agence de contrôle indépendante, comme c'est actuellement le cas en Allemagne. Elle pourrait effectuer des contrôles renforcés dans un contexte où 35% des recettes des Ehpad viennent de l'Etat (financement du personnel soignant par l'Assurance Maladie). Les autorisations de lits pourraient également être limitées à l'avenir, à moins que l'offre insuffisante face aux besoins grandissants de prise en charge de la dépendance ne calment les velléités de trop réguler le secteur privé qui représente à l'heure actuelle 20% de l'offre.

Concernant cette offre privée (Orpéa, Korian, LNA Santé pour citer les principaux groupes cotés), Brigitte Bourguignon a déclaré souhaiter leur redonner leur mission première : « le sens de leur entreprise, qui n'est pas qu'une entreprise lucrative ». Si des moyens humains et matériels supplémentaires semblent nécessaires dans les Ehpad d'Orpéa, il faudra s'attendre à une répartition différente de la valeur entre les différentes parties prenantes, et au final à un ralentissement de la croissance du Groupe (les actionnaires ont certes reçu 263 M€ de dividendes ces cinq dernières années, mais le Groupe a dépensé 18 fois plus dans sa croissance externe par acquisitions ou investissements).

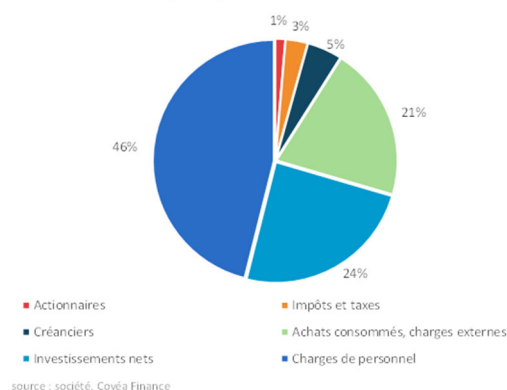
Un effet de ciseau pourrait alors avoir lieu avec d'une part des marges sous pression du fait d'un contexte réglementaire accru et d'autre part une moindre croissance du nombre de résidents, ce risque de réputation ayant entraîné une perte d'attractivité pour la marque Orpéa (moindre attractivité pour ses employés également). Une moindre croissance attendue des acquisitions récentes pourrait alors conduire à des dépréciations de la survaleur (goodwill), qui représente 1,65 Md€ à fin juin 2021 soit près de la moitié des capitaux propres consolidés. Dans ce dossier, l'attention risque aussi de se porter sur le fait qu'Orpéa marge plus que ses concurrents (marge d'EBITDA d'environ 25% contre 23% pour Korian et 20% pour LNA Santé). Toutefois, cette différence pourrait s'expliquer par un effet taille (116.500 lits chez Orpéa contre 34.700 chez Korian), une part plus importante des cliniques psychiatriques dans le mix d'Orpéa, mieux margées, et le fait de détenir près de 50% de son immobilier chez Orpéa contre seulement 25% chez Korian, et un niveau quasi-nul chez LNA Santé.

En effet, Orpéa comptabilise 7,5 Md€ d'actifs immobiliers dans ses comptes à fin juin 2021, face à une dette nette de 6,8 Md€, pour un levier financier* de 191%... voire 275% si on prend en compte les 3 Md€ de baux locatifs dans la dette nette. Ces actifs immobiliers sont difficilement transformables pour d'autres usages, mais à ce stade il n'est pas question d'éventuelles cessions d'actifs.

En conclusion, ce scandale pose la question de la crédibilité des agences de notations extra-financières, qui pourraient être amenées à durcir leur jugement envers ce secteur, qui va lui-même probablement pâtir d'une défiance de la part des investisseurs — pour combien de temps ?

* Levier financier : dette nette / capitaux propres

Orpéa, partage de la valeur, 2016-2020



Cyril Brunet

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

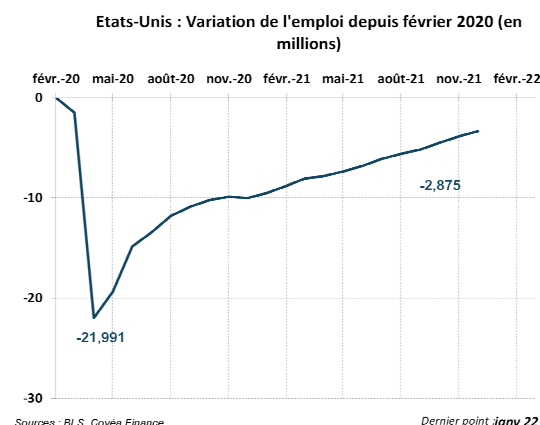
États-Unis

« Le dynamisme des salaires se renforce en janvier »

Le rapport d'emploi de janvier fait part d'un marché du travail en tension en ce début d'année. Les créations de postes se sont élevées à 467 000 emplois et les chiffres des deux mois précédents ont été drastiquement révisés à la hausse (510 000 au lieu de 199 000 en première estimation en décembre, et 647 000 au lieu de 249 000 en novembre). Ces révisions exceptionnelles sont liées à de nouveaux facteurs d'ajustement saisonnier. Au total, sur l'année 2021 le niveau de l'emploi a ainsi été révisé à hauteur de 200 000 postes supplémentaires. Par rapport au niveau d'avant crise, le marché du travail présente encore un déficit de 2,9 millions d'emploi. La vigueur des embauches en janvier a concerné essentiellement les services (440 000), tandis que la production de biens enregistre une progression limitée (4 000) avec des destructions dans la construction et les mines et seulement 13 000 postes créés dans le manufacturier. Malgré la vague

Omicron, le secteur du tourisme-loisirs affiche des gains robustes avec 151 000 postes sur le mois, un rythme en légère décélération par rapport à novembre et décembre. La distribution et logistique, ainsi que les services aux entreprises sont également très bien orientés avec respectivement 132 000 et 86 000 postes. Le taux de chômage enregistre une légère remontée, passant de 3,9% à 4% sous l'effet d'une remontée marquée du taux de participation à la population active. Ce dernier passe de 61,9% à 62,2%, en lien avec l'intégration annuelle de nouvelles estimations de la population qui ont favorisé les segments qui ont des taux de participation plus élevés au sein du groupe. Ainsi le taux de participation est finalement plus élevé que ce qui était estimé jusqu'alors. On peut opposer deux lectures à cette révision selon que l'on raisonne en stock ou en flux : d'une part, même si ce chiffre reste très inférieur à son niveau pré-crise (63,4% en février 2020), cette révision haussière signifie que le marché du travail est plus tendu (le « stock » de travailleurs pouvant encore revenir sur le marché du travail est plus faible); d'autre part, la révision décrit une nette accélération du taux de participation sur la fin d'année 2021, ce qui suggère que les pressions salariales pourraient s'atténuer suite à cet afflux nouveau de main d'œuvre disponible.

A ce stade, la dynamique des salaires relevée en janvier ne décrit pas un tel allègement des tensions. **Le salaire horaire affiche une hausse de 0,7% sur le mois, soit la plus forte progression mensuelle depuis décembre 2020, et voit sa croissance en rythme annuel accélérer à 5,7%.** Sur le mois, la robustesse des progrès salariaux concerne la quasi-totalité des secteurs. On peut toutefois relever que le secteur tourisme-loisirs, où les salaires ont particulièrement accéléré l'année dernière, enregistre sa plus faible progression depuis novembre 2020 (+0,1% en glissement mensuel), tandis que le secteur information et télécommunication est le secteur le plus dynamique avec une hausse de 1,3% en glissement mensuel. **Ce rapport d'emploi vient appuyer le caractère tendu du marché du travail américain et devrait conforter la Réserve fédérale dans sa volonté d'initier un resserrement monétaire lors de la réunion de politique monétaire du 15 mars.**



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
ISM Manuf.	Indice	janv.-22	57,6	58,8	51,2	52,5
ISM Services	Indice	janv.-22	59,9	62,3	55,5	54,3
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	janv.-22	76,1	68,2	49,1	54,0
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	janv.-22	57,9	61,0	51,2	54,0
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	janv.-22	64,6	64,9	52,9	61,6
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	déc.-21	13,3	15,8	-0,2	-10,4
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	déc.-21	3,9	4,2	5,8	0,6
Taux de chômage	% de la pop. active	janv.-22	4,0	3,9	3,7	8,1
Créations nettes d'emplois	Milliers	janv.-22	467	510	164	-774
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	janv.-22	5,7	5,0	3,3	4,9

* Du 31/01/2022 au 06/02/2022

Sources : Refinitiv, Covèa Finance

Du côté des données d'enquête, les indicateurs ISM décrivent un moindre dynamisme en janvier. L'indice manufacturier fléchit à 57,6 points, sous l'effet d'une détérioration des composantes production et nouvelles commandes. Les délais de livraisons s'améliorent très légèrement mais restent sur des niveaux élevés, suggérant la persistance des problèmes d'approvisionnement en ce début d'année. Par ailleurs, la composante prix payés rebondit après deux mois de décline et la composante stocks fléchit légèrement tout en indiquant une reconstitution des stocks. Dans les services, l'indice ISM fléchit à 59,9 points après 62,3 en décembre, en raison d'une baisse marquée de la composante niveau d'activité (-8,4 points), tandis que les nouvelles commandes reculent légèrement (-0,4 points). Les délais de livraison se tendent ce qui suggère que les perturbations sur la chaîne d'approvisionnement ont été prolongées par la vague épidémique liée au variant omicron.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

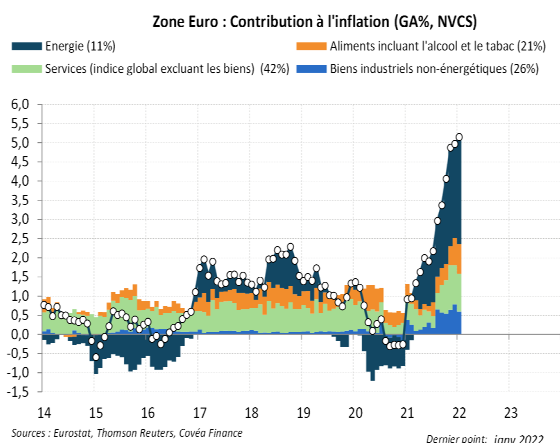
« L'inflation surprend très fortement à la hausse en janvier »

La statistique ayant certainement eu le plus de répercussions au cours de la semaine a été l'inflation en Zone euro, avec une très forte surprise haussière pour le mois de janvier. Après avoir atteint 5,0% en décembre, et alors qu'elle était attendue en baisse, l'inflation a de nouveau accéléré en janvier pour atteindre 5,1%, son point le plus élevé depuis la création de la Zone euro. La surprise relativement aux attentes du consensus est conséquente : l'inflation était attendue à 4,4%. L'accélération de l'inflation relativement au mois précédent est liée à celle des prix de l'énergie (croissance annuelle de 29%) et de l'alimentation. A elles deux, ces composantes contribuent à hauteur de 3,6 points de pourcentage à l'inflation (contre 3,1 points le mois précédent). L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) décélère pour atteindre 2,3% (contre 2,6% en décembre), en lien avec une moindre croissance des prix des biens industriels non

énergétiques. La décélération de l'inflation sous-jacente n'en demeure pas moins inférieure aux attentes. La disparition des effets de base haussiers liés à l'ajustement de la TVA allemande n'a pas entraîné de recul des prix, suggérant ainsi une diffusion des tensions inflationnistes. La Banque Centrale Européenne (BCE) a également publié cette semaine les résultats de son enquête auprès des prévisionnistes professionnels. Ces prévisions, qui ont été collectées début janvier et donc sans connaissance des derniers chiffres d'inflation, prévoient toutefois une trajectoire d'inflation très proche de la cible, avec une inflation qui atteindrait 3% en 2022, 1,8% en 2023 et 1,9% en 2024. L'inflation sous-jacente connaîtrait un profil très similaire, à 2,0% en 2022, 1,8% en 2023 et 1,9% en 2024.

Les données d'emploi publiées sur la semaine ont par ailleurs été de bonne facture. Le taux de chômage a poursuivi sa baisse en janvier pour atteindre 7,0% en Zone euro, un plus bas historique. La baisse du chômage est généralisée à l'ensemble des quatre principaux pays. Le taux de chômage atteint un niveau historiquement bas en Allemagne (à 3,2%) et en France (à 7,4%). Il poursuit aussi sa tendance baissière en Espagne et en Italie mais demeure sur des niveaux élevés, à 13% et 9% respectivement.

Du côté de l'activité, **l'économie de la Zone euro a enregistré une croissance trimestrielle de 0,3% au T4 2022 selon l'estimation préliminaire (contre 2,3% au T3).** Au total, la Zone euro enregistre une croissance annuelle moyenne de 5,2% et retrouve son niveau du quatrième trimestre 2019. Le ralentissement de l'activité illustre, d'une part, une forme de normalisation et d'autre part, la forte contreperformance allemande, dont le PIB a reculé de 0,7% sur le trimestre (voir suivi hebdo 310222). Le mois de décembre a, en particulier, été marqué par le durcissement des mesures sanitaires et ses effets sur la



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
ZE	Taux de chômage	% de la pop. active	déc.-21	7,0	7,1	7,6
	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	déc.-21	2,6	8,3	2,4
	Inflation	IPCH, NCVS, GA%	janv.-22	5,1	5,0	1,2
	Inflation sous-jacente	IPCH, NCVS, GA%	janv.-22	2,3	2,6	1,1
	PIB	Vol, CVS, GA%	T4 21	4,6	3,9	1,6

*Du 31/01/2022 au 06/02/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

consommation. **Les ventes au détail se sont ainsi repliées de 3% en décembre relativement au mois précédent,** avec un recul particulièrement marqué en Espagne (-5,7%) et en Allemagne (-5,7%), deux pays où les données sont toutefois plus volatiles.

Dans l'industrie, la production manufacturière est quasi stable en décembre en France, avec une progression mensuelle de 0,1%. Le détail montre toutefois une forte hétérogénéité, avec un recul de la plupart des composantes, à l'exception du secteur des transports qui enregistre un rebond marqué. **En Allemagne, les nouvelles commandes et les ventes à l'industrie manufacturière enregistrent toutes deux une hausse en décembre, et témoignent d'une demande encore dynamique.**

Les banques interrogées dans le cadre de l'enquête sur les conditions de crédits de la BCE rapportent une hausse de la demande de prêts de la part des entreprises non financières au cours du quatrième trimestre malgré un modeste durcissement des conditions de crédits (principalement imputable à l'Espagne).

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre (BoE) a procédé à une augmentation de 25 points de base de son taux directeur, le portant ainsi à 0,5%, un mouvement qui était largement attendu alors que l'inflation atteint un niveau élevé et que le marché du travail est en tension. Quatre membres sur neuf ont toutefois voté pour une hausse de 50 points de base. La BoE a également acté la fin des réinvestissements des 875 Mds£ d'obligations souveraines qu'elle détient. Elle a par ailleurs précisé qu'elle vendrait activement les 20 Mds£ d'obligations d'entreprises en sa possession pour ne plus en détenir d'ici 2023. Le comité de politique monétaire a également confirmé qu'elle commencerait à vendre les obligations souveraines détenues à son bilan dès que le taux directeur atteindra 1%. La BoE a également adopté une communication plus restrictive, malgré la révision à la baisse de ses prévisions de croissance pour 2022 (de 5% à 3,7%). La BoE estime ainsi qu'un modeste durcissement de la politique monétaire semble approprié au cours des prochains mois (alors qu'elle parlait des années à venir précédemment), ce qui suggère donc de nouvelles hausses de taux au cours des prochains mois. Les prévisions d'inflation ont enfin été très fortement révisées à la hausse pour 2022. La BoE anticipe une inflation de 5,8% en 2022 (contre 3,5% précédemment).

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



Suivi Macroéconomique

Focus Macro : La BCE ouvre la porte à une hausse de taux en 2022

Le conseil des gouverneurs de la BCE a adopté un ton nettement plus restrictif à l'occasion de sa réunion de politique monétaire de février, ouvrant la porte à une possible hausse de taux dès cette année sur fond de crainte quant à la trajectoire de l'inflation.

La Banque centrale européenne n'a ajusté aucun de ses outils à l'issue de la réunion. Le communiqué de presse, publié en amont de la séance de question-réponse, a par ailleurs été quasi inchangé par rapport à la réunion précédente. La BCE a tout de même retiré la mention d'un possible ajustement à la baisse de ses instruments de son communiqué.

C'est au cours de la conférence de presse que la BCE a adopté une communication clairement plus restrictive. La Présidente, Christine Lagarde, a réagi au chiffre d'inflation de janvier qui rapporte une accélération de la dynamique des prix alors qu'un ralentissement était attendu. Elle a noté une inquiétude de l'ensemble des membres du conseil à ce sujet et a souligné que (1) la hausse des prix devrait rester élevée plus longtemps qu'anticipé précédemment et que (2) « les risques pesant sur les perspectives d'inflation étaient orientés à la hausse, particulièrement à court terme ».

Les dernières projections macroéconomiques des services de la BCE, en date de décembre, étaient déjà marquées par une forte révision haussière avec une inflation anticipée à 3,2% en 2022 et 1,8% en 2023 et 2024. Au regard des derniers chiffres d'inflation, et des déclarations de Christine Lagarde, **ces projections devraient encore être augmentées lors de la réunion du 10 mars et pourraient donc permettre à la BCE de satisfaire les conditions nécessaires à la normalisation de sa politique monétaire.**

Pour rappel, la BCE estime que trois conditions doivent être réunies pour augmenter ses taux. Premièrement, l'inflation doit atteindre la cible (autour de 2%) bien avant la fin de l'horizon de projection. Deuxièmement, l'inflation doit être durablement autour de la cible sur le reste de l'horizon de projection et enfin, la dynamique de l'inflation doit se refléter de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente. En décembre dernier, Christine Lagarde notait, à la lumière des projections, que ces conditions n'étaient pas réunies et qu'une hausse de taux apparaissait donc « improbable ». **Lors de la conférence de presse, la Présidente n'a pas réitéré cette affirmation et ouvre donc la porte à une hausse de taux dès 2022.**

Selon le calendrier défini par la BCE, le Conseil des gouverneurs prévoit de mettre fin aux achats nets d'actifs peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs. Actuellement, le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (pandemic emergency purchase programme, PEPP) doit prendre fin en mars 2022 tandis que le rythme d'achats d'actifs nets de l'APP (actuellement de 20 Mds€ de titres souverains par mois) doit être augmenté temporairement pour atteindre 40 Mds€ au deuxième trimestre 2022 et 30 Mds€ au troisième trimestre avant de retrouver son rythme antérieur de 20 Mds€. Si une hausse de taux devait intervenir cette année, elle n'interviendrait donc vraisemblablement pas avant le deuxième semestre, le temps que la BCE procède à la réduction des achats.

Au-delà de la conférence de presse, les déclarations relayées dans la presse ont également fait état d'une posture plus restrictive. Quelques heures après la réunion, l'agence de presse Bloomberg a rapporté plusieurs déclarations de sources proches de la BCE selon lesquelles une calibration de la politique monétaire de la BCE était possible en mars, notamment à travers une fin de l'APP à partir du troisième trimestre. Un tel cas ouvrirait alors la porte à une hausse au cours du quatrième trimestre 2022. L'agence Reuters a, dans le même temps, rapporté des déclarations similaires, notant par ailleurs qu'une assez forte minorité au sein du conseil des gouverneurs aurait souhaité un recalibrage de la politique monétaire dès la réunion de février. Enfin, le président de la Banque Centrale autrichienne, K. Knot, considéré comme l'un des membres les plus « restrictifs de la BCE » a déclaré qu'il s'attendait à une hausse de taux de 25 points de base au quatrième trimestre 2022, suivi d'une autre hausse peu de temps après, probablement au T1 2023.

Au cours des prochains mois, la dynamique des salaires constituera une variable clé pour la BCE, afin de distinguer une inflation liée à des chocs exogènes (à travers les prix de l'énergie et les contraintes d'offre affectant les chaînes de valeur) d'une inflation autoentretenu par la hausse des salaires. Comme Christine Lagarde l'a elle-même souligné, les pressions salariales restent pour le moment contenues en Zone euro. Toutefois, la hausse des prix, les difficultés de recrutement et la faiblesse des taux de chômage, pourraient entraîner une accélération des rémunérations. Une enquête menée par la BCE auprès des entreprises non financières de la Zone euro rapporte une accélération attendue des salaires cette année, qui passerait de 2% (sa moyenne des dernières années) à 3% en 2022.

Enfin, la question de l'ajustement des opérations de refinancement de la BCE (notamment le TLTRO III) se posera au cours des mois à venir. Les conditions applicables dans le cadre des opérations TLTRO III prendront fin à partir de juin 2022. Reste à savoir si la BCE mettra en place de nouvelles opérations de refinancement, à des conditions potentiellement moins avantageuses que précédemment. Le conseil des gouverneurs va également évaluer le caractère approprié du calibrage de son système à deux paliers pour la rémunération des réserves (aussi appelé système de *tiering*). La BCE pourrait augmenter le montant des réserves excédentaires exemptées par les taux négatifs, ce qui permettrait de réduire les effets des taux négatifs sur les revenus des banques européennes.

Prévisions de la Banque Centrale Européenne (en %) - 16 Décembre 2021

	2020	2021	2022	2023	2024
Variation du PIB (volume)			4,2	2,9	1,6
Prévision de Septembre 2021	-6,4	5,2	4,6	2,1	-
Prévisions du Consensus (07/02)			4,0	2,5	-
Taux de chômage			7,3	6,9	6,6
Prévision de Septembre 2021	8,0	7,7	7,7	7,3	-
Prévisions du Consensus (07/02)			7,3	7,0	-
Inflation			3,2	1,8	1,8
Prévision de Septembre 2021	0,3	2,6	1,7	1,5	-
Prévisions du Consensus (07/02)			3,2	1,6	-
Inflation sous-jacente			1,9	1,7	1,8
Prévision de Septembre 2021	0,7	1,5	1,4	1,5	-

Source : Banque Centrale Européenne, Covéa Finance

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



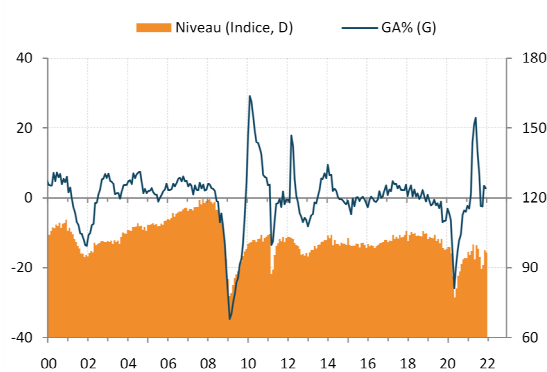
Suivi Macroéconomique

Asie

« L'économie japonaise s'enlise dans une nouvelle vague pandémique »

Alors qu'en Chine, la semaine dernière a été principalement marquée par les célébrations du nouvel an lunaire et le début des Jeux olympiques d'hiver de Pékin, des données d'activité décevantes ont été publiées au Japon tandis que la banque centrale australienne poursuit sa normalisation progressive.

Japon : Production Industrielle (Volume, CVS)



Sources : Cabinet Office, Thomson Reuters, Covéo Finance

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
JP	Taux de chômage	% de la pop. act.	déc.-21	2,7	2,8	2,4	2,8
	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	déc.-21	1,4	1,9	0,1	1,0
	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	déc.-21	2,7	3,5	-2,7	-10,6

*Du 31/01/2022 au 06/02/2022

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

(-0,6%) alors que nous observons des hausses dans les secteurs des appareils ménagers (+9,1%) et de l'automobile (+0,9%). Cette dégradation de la consommation devrait se poursuivre au cours du premier trimestre 2022 en lien avec la rapide et brutale dégradation des conditions sanitaires observée depuis le début de l'année sous l'effet du variant Omicron – le nombre de contaminations confirmées début février 2022 est en effet plus de trois fois supérieur au dernier point haut d'août 2021.

Le marché du travail poursuit sa dynamique positive en décembre mais la dégradation sanitaire induit un recul des perspectives pour début 2022. En effet, le taux de chômage a légèrement baissé pour atteindre 2,7% en décembre en lien avec une bonne progression de l'emploi (+0,7% en glissement annuel) alors que le taux de participation s'est également inscrit en hausse (+0,3 pt). Dans le détail, cette reprise de l'emploi a été particulièrement prononcée dans l'industrie manufacturière en dépit du déclin mensuel de la production du secteur. Une dégradation de l'emploi est néanmoins à attendre début 2021 et ce en particulier dans les secteurs des services les plus exposés au retour de la pandémie.

Enfin, la banque centrale australienne (RBA) poursuit sa normalisation monétaire mais considère que les conditions ne sont pas encore réunies pour une hausse de taux. A l'issue de sa réunion de février, la RBA a en effet maintenu son taux directeur à 0,1% considérant qu'il était trop tôt pour conclure que l'inflation (à 3,5% au T4 2021) se situait durablement dans la fourchette cible (entre 2% et 3%). En outre, les membres du comité ont répété qu'il faudrait encore « un certain temps » avant que la croissance des salaires soit conforme à l'objectif de 3% et qu'ils seront patients dans leur normalisation de la politique monétaire. Si la RBA a annoncé la fin de son programme d'achats d'actifs à la date du 10 février le gouverneur a néanmoins précisé que cesser les achats d'actifs ne signifiait pas forcément que les taux seront augmentés à court terme. Concernant la question du réinvestissement des actifs au bilan de la banque, le comité a indiqué qu'une décision sera prise à l'occasion de la réunion de politique monétaire de mai 2022.

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.