

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

21 février 2022

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

« Chile se pone pantalones largos »

« Le Chili porte des pantalons longs ». Tel était le slogan des affiches du gouvernement de l'Unité Populaire du président Allende. Le Chili était devenu un pays adulte et « indépendant ». Il ne portait plus de culottes courtes... et avait nationalisé ses activités de cuivre en juillet 1971. Cet événement résonne aujourd'hui avec la volonté des Etats de reprendre la main sur leurs atouts stratégiques. L'Histoire se répétera d'ailleurs peut-être alors que l'Assemblée Constituante chilienne a mis à l'ordre du jour de son bureau des propositions pour reconsidérer l'exploitation et le régime de propriété des richesses naturelles (cuivre et lithium) et l'utilisation des ressources en eau.

Une résonance aussi avec le projet de réforme énergétique du Mexique qui souhaite conserver le monopole d'Etat sur le lithium, et surtout réserver au moins 56% de la production d'électricité à des entreprises publiques. De quoi inquiéter les fournisseurs privés ! L'avantage donné à l'entreprise nationale (la CFE) pourrait pénaliser les derniers entrants privés, souvent étrangers (américains, espagnols, français), à l'origine de nombreux investissements dans des centrales à partir d'énergie solaire ou éolienne... La souveraineté stratégique est à ce prix, quitte à écorner le traité régional de libre échange avec les Etats-Unis et le Canada (USMCA) ou le Partenariat Transpacifique (CPTPP), la loi de 2014 sur la libéralisation du marché de l'énergie au Mexique ou l'engagement de générer 35% de son électricité à partir d'énergies renouvelables d'ici 2024! L'autosuffisance est aussi à ce prix. Le gouvernement mexicain a pris conscience de son manque de sécurité énergétique lors de la dernière tempête hivernale au Texas qui avait littéralement gelé l'approvisionnement en gaz naturel américain (cf. nos commentaires de mars 2021 « Colonel Drake »).

Si l'environnement est plus clément en ce début d'année, les risques de pénurie de carburant n'ont pas disparu. L'OPEP + relève sa production avec une modération qui traduit autant des difficultés techniques (Nigéria, Libye) que le vieillissement des champs d'hydrocarbures. Car le rythme des investissements s'est ralenti ces dernières années alors que l'Agence Internationale de l'Energie (AIE) a appelé en 2021 à arrêter les investissements dans de nouveaux gisements de pétrole et de gaz afin de pouvoir atteindre l'objectif défini dans l'accord de Paris sur le climat. Or, si les banques européennes tiennent leurs engagements de « décarboner » leurs prêts (ce qui n'est pas encore le cas) et que les entreprises américaines de pétrole de schiste se trouvent à nouveau contraintes par un coût de la dette prohibitif suite à une remontée de taux d'intérêt, la période d'équilibre énergétique mondial pourrait se trouver à nouveau...raccourcie !

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

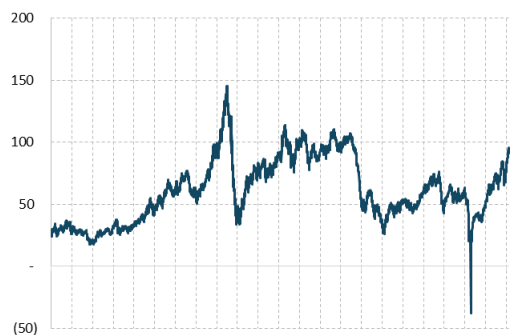
Suivi Macroéconomique p6

L'Eco de la semaine
Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« ... la souveraineté stratégique est à ce prix... »

Coût du pétrole, WTI (\$ / baril)



Sources : Covéo Finance, Bloomberg

Nos clés de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	18/02/22	10/11/21	T-12 mois	10/11/21	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,132	1,148	1,209	-1,4	-6,4
€ / £	0,833	0,856	0,865	-2,7	-3,7
€ / Yen	130,22	130,75	127,81	-0,4	1,9
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	94	83	64	13,2	46,3
Indice CRB*	602	570	478	5,6	26,0
Prix de l'once d'Or	1 899	1 848	1 773	2,7	7,1
Prix de la tonne de cuivre	9 956	9 533	8 553	4,4	16,4
Indice Baltic Dry**	1 964	2 861	1 770	-31,4	11,0
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	4 981	4 536	2 869	9,8	73,6

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

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière a été marquée principalement par l'évolution des tensions en Ukraine. Les marchés de taux ont évolué au gré des annonces concernant le conflit. Les taux européens ont d'abord progressé en début de semaine dans l'espoir d'un recul des troupes russes à la bordure du Donbass puis ont baissé dans un deuxième temps face aux doutes émis par plusieurs pays concernant la véracité de ce retrait partiel. Au global sur la semaine, les taux sont en baisse de 8 à 11 points de base en Europe. Le taux 10 ans français repasse sous la barre des 0.70% à 0.69%, le taux allemand est à 0.19%, l'italien à 1.84% et l'espagnol à 1.20%. Qui dit tension sur les marchés, dit écartement des spread, nous l'avons vu avec l'écart de taux Allemagne-Italie qui a dépassé les 170 points pendant la semaine. C'est un niveau que nous n'avions pas vu depuis juin 2020. Aux Etats-Unis la dynamique sur les taux est la même qu'en Europe avec un taux 10 ans qui termine la semaine à 1.93% en légère baisse. On peut noter également que les attentes de hausse de taux de la FED baissent, les fed funds ne traduisent plus qu'à 38% les chances de voir une hausse de 50 bps en mars (contre presque 100% avant le conflit). Du côté du crédit, même son de cloche avec des primes de risque qui ont commencé par se resserrer puis se sont écartées en fin de semaine. Sur le marché primaire, nous noterons l'émission de la Banque Européenne d'Investissement (EIB 2027) qui a reçu une demande record de plus de 15x. Celle-ci a reçu 46Mrds€ de demandes pour une émission de 3 Mrds€.

Compte tenu du stress sur le marché de l'énergie européen, dépendant du gaz russe aux prix devenus exorbitants, on peut s'étonner de la faible ampleur de la baisse des taux. On peut également s'étonner de l'accroissement de la prime de risque sur les états du Sud. Serait-ce la manifestation du risque potentiel d'un désaccord au sein de l'Europe sur la question ukrainienne ?

Les bruits de bottes protègent la France, puissance militaire dominante de l'UE ramenée à 27 et lui offre du répit malgré son endettement vertigineux.

Le Focus de la semaine : Rétrospective 2021 sur l'EURUSD et perspectives 2022

Le dollar a été le grand bénéficiaire de l'année 2021 sur le marché des changes. La performance contre euro a atteint 7,4%, tandis que l'indice DXY (indice de la performance du dollar contre un panier de devises) progressait de 6,4%. Plusieurs éléments permettent d'expliquer cette performance du billet vert. En premier lieu, des données macro-économiques américaines plus robustes en matière de croissance, d'emploi et d'inflation, sont des facteurs explicatifs de la force du dollar face à l'euro sur cette période. Ces données validaient la perspective d'une normalisation des politiques monétaires. Compte tenu du décalage de croissance la Fed, après la Banque d'Angleterre, apparaissait naturellement la plus à même d'entamer ce processus alors que la BCE, persistant dans l'idée d'une inflation transitoire, était à la traîne. Dès lors, le différentiel de croissance/inflation et de politique monétaire ont conduit à un différentiel de taux d'intérêt, trouvant sa traduction dans l'évolution du taux de change. Au cours des derniers mois, le débat sur l'inflation (entretenu par les banques centrales sur le caractère transitoire ou pas de cette inflation) a provoqué un regain de volatilité sur les marchés de taux et de change. Ce débat semble tranché (conformément aux anticipations de Covéa Finance) et la position de la BCE a récemment évolué en faveur d'une normalisation de sa politique monétaire, de manière spectaculaire, lors de la dernière conférence de presse de Christine Lagarde. Ce virage soudain ouvre la porte à un arrêt des achats nets d'actifs dès 2022 et à des hausses de taux en Europe.

Ce revirement est-il de nature à remettre en question la vigueur du dollar contre l'euro en 2022?

C'est un changement majeur. Si cela se confirme, il n'y a plus divergence mais décalage de politique monétaire et différence dans le rythme de la normalisation. Ce décalage se retrouve dans l'écart de taux 2 ans (US-Europe) qui est au plus haut depuis début 2020. Cela reste un atout pour le dollar. En Europe, le retour des taux 10 ans allemand et français en territoire positif est une bonne nouvelle pour les investisseurs de long terme (caisses de retraite, assureurs...) et pour l'euro. En revanche, ce qui l'accompagne, à savoir un écartement des primes de risque, notamment sur la dette italienne, est une menace. La BCE devra trouver un équilibre entre la normalisation de sa politique monétaire et le risque de hausse des coûts de financement de la dette des pays les plus endettés de la zone. Enfin, l'évolution des tensions géopolitiques en Ukraine est un autre risque pesant sur la devise européenne. Un conflit en Europe, avec ses multiples conséquences, serait doublement pénalisant pour l'économie européenne et pour l'euro.

Xavier Bouscharain

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	18/02/22	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	0,00				
BCE - Taux Repo	0,00	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	0,00				
Banque d'Angleterre	0,50	0,50	0,10	0,25	0,10	0,00	0,40	0,25	0,40	0,40				
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00				
Taux 10 ans														
Etats-Unis	1,93	1,94	1,55	1,51	1,30	-1	38	42	63	46	31			
Allemagne	0,19	0,30	-0,25	-0,18	-0,35	-11	44	37	54	68	28			
France	0,69	0,77	0,11	0,20	-0,08	-8	57	49	77	107	54			
Italie	1,84	1,95	0,94	1,17	0,65	-11	90	67	119	172	66			
Royaume-Uni	1,38	1,55	0,93	0,97	0,62	-17	45	41	76	12	9			
Japon	0,22	0,23	0,06	0,07	0,10	-2	15	15	12	23	73			
Crédit														
Variations (en pbs)														
Indice Itraxx Main	71,1	66,7	48,9	47,8	48,2	4,4	22,1	23,3	22,8					
Indice Itraxx Crossover	345,8	325,5	248,0	241,7	249,4	20,2	97,8	104,1	96,4					

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 :

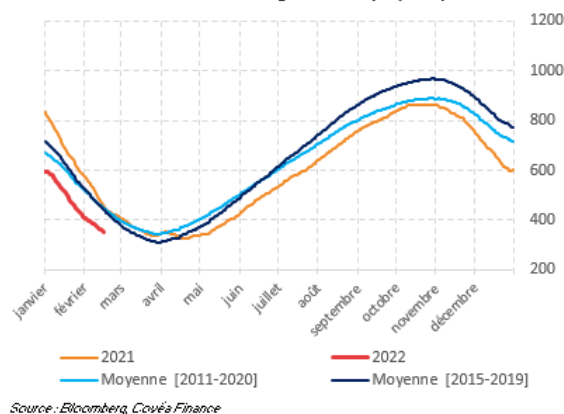
Les marchés actions européens reculent à nouveau (-1.9% la semaine dernière pour l'indice MSCI EMU) sur fond de tensions grandissantes autour de la crise en Ukraine. S'ajoute à ces craintes, l'attente de politiques monétaires des grandes Banques centrales en Occident plus restrictives en raison de la remontée de l'inflation. Ces facteurs induisent un manque de visibilité alors même que les entreprises fournissent dans l'ensemble des perspectives rassurantes pour 2022. Dans ce contexte, nous assistons la semaine dernière à une nouvelle rotation, plus classique, cette fois en faveur des secteurs défensifs au détriment de ceux affichant les meilleures performances depuis le début de l'année et des sociétés à hauts multiples de valorisation. Ainsi, le secteur de l'immobilier est le seul à afficher une performance positive sur la semaine (+0.6%) aidé par des publications de résultats à l'image de Klépierre, lequel a quasiment retrouvé son niveau d'activité avant Covid. Le secteur des biens de consommation non cyclique est resté stable sur la période, recherché surtout pour ses caractéristiques défensives et soutenu également par des résultats comme ceux de Carrefour, notamment en France qui contraste avec l'avertissement sur résultat de Casino ou encore ceux du brasseur Heineken. Notons également la performance du secteur des matériaux, en léger repli de -0.2% sur la période, porté par des perspectives encourageantes malgré le contexte inflationniste à l'image d'Air Liquide, DSM ou Umicore. A l'autre bout du spectre, le secteur de la Finance qui avait profité jusqu'à présent de la remontée des taux longs, de la rotation vers les titres aux multiples de valorisation plus faible et une politique de retour à l'actionnaire ambitieuse a été sanctionné avec un recul marqué de -4.7%. Enfin, le secteur de l'énergie baisse de -2.9% dans le sillage du recul des prix du pétrole et du gaz.

Le Focus de la semaine : le rôle clé du GNL dans la transition énergétique

Le gaz est utilisé dans de nombreux procédés industriels et surtout par les centrales thermiques pour répondre aux pics de demande afin que chaque foyer puisse se chauffer. A l'approche de la saison hivernale 2021/22, le niveau des stocks de gaz en Europe était à un niveau particulièrement bas, bien en dessous des moyennes historiques, suscitant alors des craintes de pénurie en cas d'hiver froid. Ceci dans un contexte où les relations avec la Russie se tendaient alors même que celui-ci assure 40% des besoins européens en gaz.

L'hiver touche à sa fin et il n'y a pas eu de pénurie de gaz à déplorer en Europe. En fait, les stocks de gaz se sont même reconstitués des dernières semaines. Si la catastrophe a pu être évitée, c'est en partie grâce aux températures clémentes mais surtout parce que l'Europe a pu s'approvisionner en gaz autrement que par des livraisons classiques via gazoducs. L'autre mode de livraison en gaz se fait par des méthaniers sous forme de GNL (gaz naturel liquifié). Au cours des dernières semaines, l'Europe a dû se résoudre à payer le prix fort pour ces cargos de GNL, traditionnellement destinés à l'Asie. Mais ce GNL n'aurait servi à rien si l'Europe n'avait pas sur son sol les infrastructures nécessaires pour le traiter comme des unités de stockage de GNL (la société néerlandaise Vopak opère dans ce domaine), des unités de regazéification (opérés par les pétroliers), des gazoducs pour transporter et distribuer ce gaz vers les lieux de consommation (opérés par les sociétés de services aux collectivités). N'oublions pas la société française GTT, leader mondial dans la conception de membrane cryogénique sans quoi le transport de GNL serait impossible. Le gaz est une énergie de transition. Sa demande va de pair avec le développement des énergies renouvelables parce que chaque pays a besoin d'une source de production d'électricité stable, non conditionné par le vent ou le soleil. Aujourd'hui, le GNL représente à peine 10% du marché gazier à l'échelle mondiale. Doté d'une grande flexibilité, son poids continuera à augmenter à l'avenir au sein d'un marché gazier en croissance. Les sociétés intervenant le long de la chaîne de valeur du GNL participent à la réorganisation du complexe énergétique mondiale, une thématique identifiée dans nos Perspectives Economiques et Financières et mise en pratique dans nos portefeuilles.

Niveau des stocks de gaz en Europe (TWh)



Chicuong Dang

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	18/02/22	J-7	10/11/21	31/12/21	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/21	sur 12 mois		
MSCI EMU	145,8	148,6	155,2	154,1	132,5	-1,9 ↓	-6,1 ↓	-5,4 ↓	10,1 ↑		
MSCI EMU Mid Cap	1 028	1 036	1 096	1 094	977	-0,8 ↓	-6,2 ↓	-6,1 ↓	5,2 ↑		
MSCI EMU Small Cap	461,9	473,3	504,3	487,4	450,8	-2,4 ↓	-8,4 ↓	-5,2 ↓	2,5 ↑		
MSCI Europe	154,0	156,8	160,1	161,7	136,7	-1,8 ↓	-3,8 ↓	-4,7 ↓	12,6 ↑		
France CAC40	6 930	7 012	7 045	7 153	5 728	-1,2 ↓	-1,6 ↓	-3,1 ↓	21,0 ↑		
Allemagne DAX30	6 337	6 501	6 789	6 696	5 994	-2,5 ↓	-6,7 ↓	-5,4 ↓	5,7 ↑		
Italie MIB	26 507	26 966	27 561	27 445	22 922	-1,7 ↓	-3,8 ↓	-3,4 ↓	15,6 ↑		
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 514	7 661	7 340	7 385	6 617	-1,9 ↓	2,4 ↑	1,7 ↑	13,5 ↑		
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 017	9 153	8 572	8 777	7 647	-1,5 ↓	5,2 ↑	2,7 ↑	17,9 ↑		

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

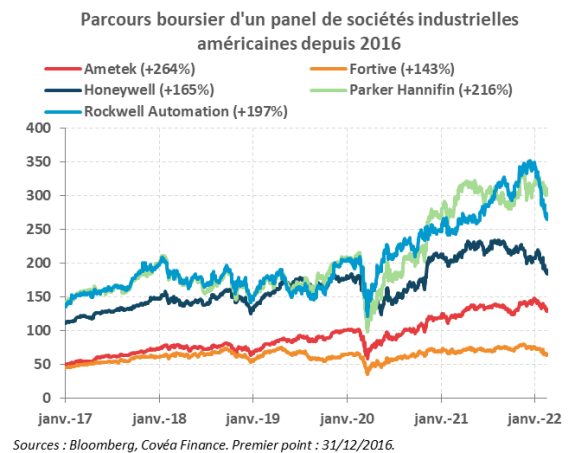
L'analyse des marchés :

Les **marchés asiatiques** ont été volatils sur la semaine, évoluant au gré des tensions géopolitiques. L'Asie du sud-est reste la zone affichant la meilleure performance. Ainsi, la Malaisie est de nouveau tirée par les valeurs de plantation et producteurs d'huile de palme. Quant à l'Indonésie, la hausse est soutenue par les valeurs énergétiques et financières. A l'inverse, le marché japonais souffre de la baisse des valeurs à hauts multiples, notamment dans l'industrie et la technologie. Dans un objectif de sécurisation de ses approvisionnements en semi-conducteurs, Denso, premier équipementier automobile japonais a décidé de prendre une participation au capital de la coentreprise déjà établie entre TSMC et Sony (Japan Advanced Semiconductor Manufacturing). L'investissement de Denso s'élèvera à \$350 millions, soit 10% du capital (le solde étant réparti entre Sony, 18% et TSMC à 72%). Enfin, dans les éléments transverses, nous notons que le ministère de l'électronique et de l'informatique en Inde a interdit le téléchargement d'applications chinoises, y compris celles appartenant à de grandes entreprises technologiques telles que Tencent, Alibaba et NetEase. L'Inde accuse toujours Pékin de transférer les données sensibles de ses utilisateurs et a déclaré que « ces données, collectées en temps réel, sont utilisées à mauvais escient et transmises à des serveurs situés dans des pays hostiles ».

Le **marché américain** poursuit son repli dans un contexte toujours marqué par un discours moins accommodant de la Réserve Fédérale et la détérioration des relations russo-américaines. Dans ce contexte, l'énergie et de la finance ont subi des prises de bénéfices sensibles tandis que les valeurs de consommation ont été recherchées. Au niveau des sociétés, confirmation du virage stratégique d'Intel et de l'enjeu de souveraineté des Etats Unis en matière de production de semi-conducteurs ; le géant américain a annoncé le rachat de Tower Semiconductor pour \$5,4 Mds (production de semi-conducteurs de radiofréquence et de puissance ainsi que les capteurs industriels). Tower Semi exploite 8 fonderies (principalement situées en Israël, Italie, Etats-Unis et Japon). Enfin, à noter que les Etats-Unis s'efforcent de faire respecter les engagements commerciaux pris par la Chine dans le cadre de l'accord de phase 1 et restent très critiques à l'égard des pratiques anti-concurrentielles chinoises.

Le Focus de la semaine : la dynamique de dépenses d'investissement des entreprises américaines

Les principaux conglomérats industriels américains ont récemment publié leurs résultats. Ces derniers sont contrastés. Ils témoignent d'une profitabilité sous pression (coût du carburant, hausse des prix liés aux problématiques de chaîne d'approvisionnement) mais d'une demande qui reste dynamique, en témoigne la progression des carnets de commandes (+40% pour Rockwell Automation, +22% pour Ametek, +14% pour Fortive et +12% pour Parker Hannifin). Ces progressions des carnets de commandes, au-delà d'un besoin de restockage, illustrent la bonne dynamique industrielle américaine notamment sur les secteurs stratégiques. Rockwell fait état d'une forte croissance de la demande du secteur automobile, notamment pour des unités de production dédiées aux véhicules électriques (50% du total). Les semi-conducteurs ne sont pas en reste, l'activité liée aux nouvelles usines (Samsung, Intel, TSMC) est importante et Rockwell rappelle, qu'au-delà des nouvelles capacités à venir, l'écosystème (stockage, circuit de distribution) autour de ces unités de production est encore inexistant. Autre élément notable, les secteurs de l'aéronautique et de l'énergie, grands perdants de la crise sanitaire commencent à connaître une nouvelle dynamique. Dans l'aéronautique commerciale, le nombre d'heures volées augmente, ce qui accroît les besoins de renouvellement des pièces et de la maintenance (+8% sur le trimestre pour Honeywell et +5.6% pour Parker Hannifin). Du côté de l'énergie, la numérisation s'accélère aussi bien en amont qu'en aval (optimisation des forages en fonction de la collecte de données géologiques, maintenance prédictive dans les raffineries), gage pour les sociétés pétrolières de gains de productivité. Rockwell s'attend à une croissance à deux chiffres en 2022 sur ce segment. Ces publications illustrent l'importante dynamique d'investissement sur le sol américain qui dispose de soutiens structurels: relocalisation des chaînes de production pour répondre aux défis environnementaux et logistiques, tout en faisant prévaloir une certaine « souveraineté » industrielle et technologique, l'investissement dans une mobilité plus respectueuse de l'environnement et la poursuite de l'automatisation des unités de production, autant de sujets identifiés lors de nos perspectives économiques et financières.



Sophie Pons

Gérante Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	18/02/22	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	4 349	4 419	4 647	4 766	3 914	-1,6 ↓	-6,4 ↓	-8,8 ↓	11,1 ↑	-1,3 ↓	-4,5 ↓	-8,4 ↓	18,7 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	34 079	34 738	36 080	36 338	31 493	-1,9 ↓	-5,5 ↓	-6,2 ↓	8,2 ↑	-1,7 ↓	-3,6 ↓	-5,8 ↓	15,6 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	13 548	13 791	15 623	15 645	13 865	-1,8 ↓	-13,3 ↓	-13,4 ↓	-2,3 ↓	-1,5 ↓	-11,5 ↓	-13,0 ↓	4,4 ↑
Japon Nikkei 300	404	415	422	420	404	-2,8 ↓	-4,4 ↓	-3,8 ↓	0,0 →	-2,2 ↓	-3,9 ↓	-3,3 ↓	-1,9 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 745	2 748	2 930	2 993	2 744	-0,1 ↓	-6,3 ↓	-8,3 ↓	0,0 ↑	0,3 ↑	-5,7 ↓	-9,2 ↓	-1,8 ↓
Chine - Shanghai	3 491	3 491	3 507	3 640	3 491	0,0 →	-0,5 ↓	-4,1 ↓	0,0 ↑	0,9 ↑	2,2 ↑	-3,5 ↓	9,1 ↑
Hong Kong Hang Seng	24 328	24 907	24 813	23 398	30 595	-2,3 ↓	-2,0 ↓	4,0 ↑	-20,5 ↓	-2,1 ↓	-0,7 ↓	4,4 ↑	-15,6 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 232	1 241	1 274	1 232	1 425	-0,7 ↓	-3,3 ↓	0,0 ↓	-13,6 ↓	-0,5 ↓	-1,3 ↓	0,4 ↑	-7,7 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Nucléaire : A la recherche du temps perdu

« Si nous ne parvenons pas à concilier les besoins de croissance de l'humanité et la souffrance d'une planète à bout de souffle, nous courons à la catastrophe ». Tel était l'avertissement lancé par Jacques Chirac en mars 2007. Le Président de la République affichait alors sa confiance dans la capacité de la Nation à relever ce défi majeur grâce à « l'avance qu'elle a prise dans le nucléaire et les choix résolus qu'elle a fait dans les énergies renouvelables ».

Depuis cette allocution, les capacités renouvelables ont certes progressé de 29 GW pour atteindre 56 GW, mais les capacités nucléaires ont diminué de près de 2 GW suite à la fermeture de Fessenheim en 2020 et représentent aujourd'hui 61 GW. En parallèle en 2019, le Commissariat à l'Energie Atomique abandonnait le projet Astrid de réacteur à neutrons rapides, nouvelle génération de réacteur qui promettait de réduire de manière importante les déchets nucléaires à vie longue. Alors que le dernier raccordement au réseau français d'une centrale nucléaire date de 1999, force est de constater que **l'expertise française d'antan sur le nucléaire n'est plus**.

Le 10 février dernier, le Président Emmanuel Macron a fait part de sa stratégie énergétique, axée sur la relance du nucléaire français. Il faut dire que la France est parvenue ces dernières semaines à négocier une place pour le nucléaire dans la taxonomie* de l'Union Européenne. Cette volonté de développer le nucléaire répond à deux objectifs. Premièrement, au besoin du mix électrique de disposer d'une production de base non intermittente, ce que ne permettent pas encore le solaire et l'éolien. Rappelons aussi que le parc nucléaire actuel représente 67% de la production électrique, 44% des capacités nationales installées et qu'il affiche une moyenne d'âge de 34 ans. Deuxièmement, il répond au besoin de décarbonation du mix électrique et énergétique du fait de son faible bilan carbone.

Ainsi assiste-t-on désormais à **une volonté ferme de construire en France 6 EPR2 (European Pressurized Reactor) et d'étudier la faisabilité d'en construire 8 de plus**. Les EPR2 sont sensés tirer profit des leçons de l'accident de Fukushima en 2011 et de l'expérience de la construction des premiers EPR. Le projet en cours de l'EPR de Flamanville n'a pas été de tout repos, sa construction ayant débuté en 2007 et le projet affiche un retard à l'exploitation de plus de 11 ans. Ce délai triplé a entraîné une multiplication des coûts du projet par 5 selon la Cour des Comptes, ce qui a détruit la rentabilité du projet. Il peut apparaître paradoxal de chercher à accélérer le développement du nucléaire après l'expérience malheureuse de Flamanville. Mais tout succès se construit de la capacité à tirer des leçons des erreurs rencontrées en chemin. La filière nucléaire française n'échappe pas à cette règle et **nécessite une hausse de nouvelles commandes de centrales pour se reconstruire**.

Ces 6 nouveaux EPR2 nécessiteront une phase de débat public à l'Assemblée Nationale en 2022 et d'être inclus dans la révision du Programme Pluriannuel de l'Energie en 2023. Le début de la construction est espéré pour 2028, l'exploitation commerciale du premier EPR2 est attendue pour 2037. **EDF chiffre le coût de ces 6 EPR2 à environ 50 Md€, l'Etat qui s'appuie sur deux audits externes avance un chiffre de 51,7 Md€, hors coûts de financement**. Emmanuel Macron a également annoncé la demande d'étude de la capacité d'EDF à **prolonger la durée de vie de ses réacteurs pour assurer une exploitation au-delà de 50 ans**. Pour rappel, le parc nucléaire français a été construit pour une exploitation de 40 ans validée par l'ASN (l'Autorité de Sécurité Nucléaire). Le plan de Grand Carénage en cours d'exécution est estimé à près de 50 Md€ par EDF et vise déjà à étendre au-delà de 40 ans la durée de vie des centrales. Par ailleurs, **l'Etat a réaffirmé sa volonté de développer et d'exploiter dans le futur de petits réacteurs nucléaires modulaires appelés SMR**. L'Etat accorde ainsi 1 Md€ au développement de ces petites centrales dont les premières ne sont pas attendues avant 2035 et dont la particularité réside dans leur modularité. Celle-ci permet une fabrication en série en usine et un assemblage sur site entraînant des économies de coûts potentiellement significatives. La modularité permettra également de réduire les impacts des opérations de maintenance sur le taux de disponibilité de ces centrales. Enfin, la dernière annonce majeure réside dans l'accompagnement de la hausse du nucléaire par **davantage de renouvelable. Les capacités dans le solaire seront multipliées par 10 d'ici 2050 pour atteindre 100 GW. Sur l'éolien en mer, nous partons de zéro et le souhait est d'atteindre 40 GW en 2050. Sur l'éolien terrestre, l'Etat revoit ses ambitions à la baisse en repoussant à 2050 contre 2030 précédemment son objectif de doublement des capacités à 37 GW**. Une révision devant l'opposition forte des populations locales.

Pour conclure, si **le développement de la filière nucléaire** permet de répondre à d'importants défis environnementaux, **il ne permet pas complètement l'indépendance énergétique nationale**. En effet, la dernière mine d'uranium dans le pays a arrêté de produire en 2001. Aujourd'hui, la production d'uranium est essentiellement localisée entre le Kazakhstan et le Canada. Ni EDF ni Areva ne communiquent précisément sur la répartition géographique de l'approvisionnement français en uranium, mais tous deux mentionnent le Niger, le Canada, l'Australie et le Kazakhstan comme principales sources. Rappelons cependant que les troupes françaises se retirent du Mali voisin du Niger et que les relations avec l'Australie ont été tendues ces derniers mois suite à l'annulation du contrat sur les sous-marins nucléaires. Alors que l'actualité met en avant les pressions subies tant économiques que géopolitiques suite à une forte dépendance européenne au gaz naturel russe, **il s'agira pour le futur nucléaire français d'assurer la bonne diversification de ses approvisionnements en uranium**. Rappelons que le succès provient de la capacité à apprendre de ses erreurs, et comme le disait Einstein qui a ouvert la voie sur l'énergie nucléaire : « *La folie, c'est de faire toujours la même chose et de s'attendre à un résultat différent.* »

* Taxonomie : science des classifications

David Martins Pereira

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les données d'activité sont favorables en janvier, tant dans l'industrie que la distribution »

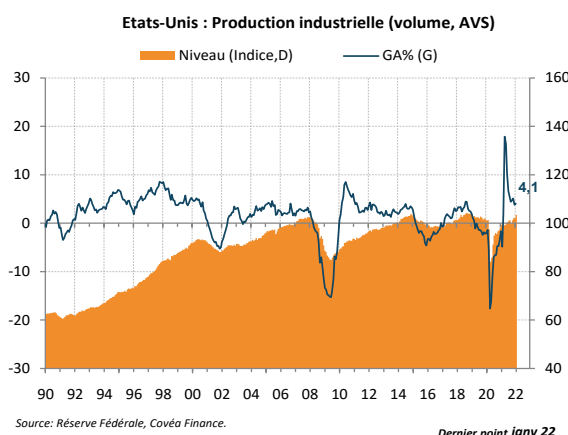
Les Minutes du comité de politique monétaire (FOMC) n'ont pas apporté d'éléments nouveaux quant au futur resserrement monétaire. Concernant le taux directeur, les banquiers centraux jugent que le rythme de hausse devrait être plus rapide que lors du cycle amorcé en 2015, durant lequel une hausse chaque trimestre au maximum avait été appliquée. Par ailleurs, si l'inflation devait être plus persistante qu'anticipée, la plupart des participants estiment qu'il faudrait un resserrement plus rapide que ce qu'ils anticipent actuellement, sans préciser si une hausse de 50 points de base (bp) est envisagée. Les propos de M. Bullard (Fed de Saint Louis) suite à la publication de l'inflation de janvier semblaient mettre en jeu cette possibilité, mais plusieurs officiels de la Réserve Fédérale (M. Williams de la Fed de NY, Lael Brainard future Vice-Présidente du Conseil des Gouverneurs et Loretta Mester de la Fed de Cleveland) ont laissé entendre en fin de semaine qu'ils privilégient encore un mouvement de 25 bp pour initier le cycle de resserrement lors de la réunion du 15 mars.

Les discussions rapportées dans les minutes ont également eu trait à la politique quantitative. Si le programme d'achats prendra fin en mars prochain, deux participants étaient favorables à une fin dès janvier. Les échanges quant à la normalisation du bilan (actuellement autour de 9000 Mds\$) devraient se poursuivre lors des prochaines réunions, peu d'éléments détaillés ayant émergé pour le moment. De nombreux participants ont indiqué que « la vente de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) ou le réinvestissement de ces titres dans des

titres du Trésor pourraient être appropriés à un moment donné dans le futur ». Cette mention fait écho aux déclarations de Loretta Mester (Fed de Cleveland) la semaine dernière qui envisageait une vente des MBS détenus par la Réserve fédérale afin d'accélérer la normalisation de la politique monétaire.

Concernant l'activité, après une fin d'année en demi-teinte, les ventes au détail affichent un net rebond en janvier. La progression mensuelle de 3,8% en valeur a été tirée par les ventes de véhicules (+5,7%) et de mobilier et équipements (+5,2%), ainsi que les ventes internet (+14,5%). L'impact de la vague omicron sur le secteur de la restauration est assez limité avec une baisse de seulement 0,9% sur le mois. Les ventes de carburants affichent un recul de 1,3% en glissement mensuel, reflet d'un tassement des prix, une tendance qui s'est inversée en février. La croissance annuelle des ventes en valeur fléchit à 13%, en raison d'une comparaison annuelle moins favorable.

La production industrielle est également bien orientée en janvier (+1,4% en glissement mensuel), sous l'effet d'une forte hausse de la production des services aux collectivités (+9,9%) qui rebondissent après un mois de décembre décevant en termes de température. La progression est beaucoup plus modeste dans le manufacturier (+0,2%) où le secteur automobile enregistre une nouvelle déconvenue avec un repli de 0,9% sur le mois. Hors automobile, le secteur manufacturier progresse de 0,3%, avec des dynamiques favorables dans les machines et l'alimentation et boisson. Par ailleurs, le secteur minier (pétrole et gaz) qui reste très en deçà de son niveau d'avant crise, affiche des rythmes de croissance plus soutenus ces derniers temps (4 mois consécutifs de hausse), en lien avec l'augmentation des prix du pétrole. Enfin, le taux d'utilisation des capacités de production de l'appareil industriel (TUC) s'inscrit en nette hausse (77,6% contre 76,6% en décembre) ce qui reflète un rebond dans les services



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	janv.-22	4,1	3,8	-7,2	5,5
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	janv.-22	0,8	7,2	6,8	15,9
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	janv.-22	0,8	2,8	7,8	14,6
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	janv.-22	6500	6090	5638	6127
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	janv.-22	13,0	16,7	0,2	19,4

*Du 14/02/2022 au 20/02/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

aux collectivités et dans les mines, tandis que le TUC dans le manufacturier progresse marginalement, signe du maintien de contraintes sur la chaîne d'approvisionnement. Celles-ci pourraient néanmoins se desserrer progressivement au regard de l'évolution récente des stocks. **Les données de décembre confirment le renforcement du mouvement de restockage en cours.** Avec une hausse mensuelle de 2,1%, les stocks enregistrent leur plus forte progression mensuelle depuis le début de la crise sanitaire. Les ventes fléchissent sur le mois de 0,7%, ce qui conduit à une hausse significative du ratio stocks sur ventes, au plus haut depuis février 2020.

Enfin, dans l'immobilier les données publiées cette semaine font part d'un regain d'activité du secteur en ce début d'année. Les ventes de logements anciens rebondissent de 6,7% en glissement mensuel en janvier, une vigueur qui concerne à la fois les maisons individuelles que les appartements. Après un premier semestre 2021 où les ventes se sont modérées, la tendance est nettement plus positive depuis la fin de l'été. Le prix médian d'un logement affiche une croissance de plus de 15% en rythme annuel, reflet d'une demande très soutenue faisant face à une offre de logements restreinte.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

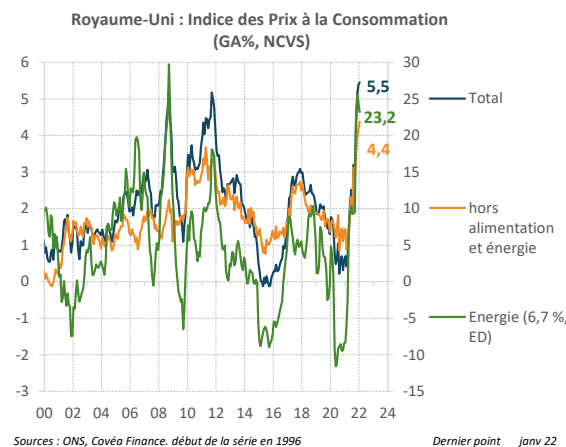
Europe

« Plusieurs membres de la BCE se déclarent en faveur d'une fin de l'APP au T3 2022 »

En Zone euro, l'emploi enregistre une croissance trimestrielle de 2% au quatrième trimestre 2022 et dépasse ainsi de 0,3% le niveau du quatrième trimestre 2019. La reprise de l'emploi, remarquable au regard du choc économique enregistré, reflète les importants dispositifs de soutien budgétaire mis en place en Europe. Par pays, l'emploi reste toutefois légèrement en deçà du niveau du T4 2019 en Allemagne (-0,4%), en Espagne (-0,8%) et en Italie (-1,3%). **Dans l'industrie, la production manufacturière enregistre un second mois consécutif de progression en décembre, tirée par les bonnes performances de l'Allemagne alors que la production manufacturière des autres pays a stagné, voire légèrement reculé.**

Après K. Knot et J. Nagel, la semaine passée, les déclarations des membres de la BCE en faveur d'une fin du programme d'achats d'actifs APP (Asset Purchase Programme) se sont multipliées.

Le gouverneur de la Banque de Lettonie, M. Kazaks, estime ainsi que les achats d'actifs pourraient se terminer au troisième trimestre 2022 et qu'une hausse de taux en fin d'année apparaît assez probable. F. Villeroy de Galhau a également ouvert la porte à une fin du programme d'achats d'actifs entre juillet et septembre. Le gouverneur de la Banque de France (BdF) considère néanmoins qu'il serait utile d'introduire plus de flexibilité dans la conduite de la politique monétaire en réduisant le lien quasi automatique entre l'arrêt des achats d'actifs et une hausse de taux. Le communiqué actuel mentionne en effet qu'une hausse de taux interviendra peu de temps après l'arrêt de l'APP. Pour le gouverneur de la BdF, les incertitudes entourant les projections à trois ans justifient un renforcement de « l'optionnalité ». Enfin, P. Kazimir, gouverneur de la banque de Slovaquie, s'est lui aussi déclaré en faveur d'une fin des achats d'actifs, mais a, à l'instar de F. Villeroy de Galhau, appelé à plus de flexibilité en ce qui concerne les hausses de taux. Les déclarations de membres du conseil vont également dans le sens d'une normalisation de la politique monétaire. I. Schnabel a ainsi indiqué qu'il était de plus en plus probable que l'inflation se stabilise autour des 2% à moyen terme. Enfin, I. Schnabel estime que la BCE ne devrait pas ajuster les modalités des opérations de refinancement TLTRO III au cours des réunions à venir, et ce malgré la fin de la période spéciale de taux d'intérêt en juin 2022.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
AL	ZEW	Indice	févr.-22	54,3	51,7	40,6	54,9
	Taux de chômage	% de la pop. active	déc.-21	4,1	4,1	5,1	4,5
RU	Inflation	IPC, NCVS, GA%	janv.-22	5,5	5,4	0,9	2,6
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	janv.-22	4,4	4,2	1,4	2,4

*Du 14/02/2022 au 20/02/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Au Royaume-Uni, l'inflation a poursuivi son accélération en janvier et a atteint une croissance annuelle de 5,5% (contre 5,4% le mois précédent). Bien qu'elle reste très élevée, la croissance des prix de l'énergie s'est quelque peu repliée et ce sont donc les hausses enregistrées au sein des biens et des services qui expliquent l'accélération. La diffusion des tensions

inflationnistes se manifeste à travers l'augmentation du rythme de croissance de l'inflation sous-jacente, qui atteint 4,4% sur la même période. Le pic de l'inflation britannique est, selon les prévisionnistes, attendue plus tard dans l'année, en avril, lorsque les prix de l'électricité seront révisés à la hausse de près de 54% par le régulateur. Comme dans le reste de l'Europe, le Royaume-Uni fait face à une très forte accélération des prix énergétiques qui menace la bonne reprise de la consommation. Dans ce contexte, le gouvernement a annoncé un ensemble de mesures budgétaires destinées à aider les ménages. Ces mesures prévoient notamment un rabais de 200£ sur la facture d'électricité des ménages ainsi que des aides plus ciblées pour les ménages les plus pauvres. **Du côté du marché du travail, le taux de chômage reste stable et atteint 4,1% en décembre, un niveau proche du plus bas atteint avant crise.** Le taux de participation demeure en revanche en deçà du niveau d'avant-crise, à 78,8% (contre 79,8% auparavant). Le marché du travail n'en demeure pas moins très tendu, comme l'illustre la nouvelle progression des emplois vacants, qui se situent sur un niveau historiquement élevé. Dans ce contexte, la croissance des salaires nominaux reste soutenue et atteint 3,7% en glissement annuel en décembre. Les salaires s'inscrivent toutefois en recul en termes réels sous l'effet de la forte hausse des prix. La poursuite de la hausse des prix, conjuguée à un marché du travail bien orienté, renforce un peu plus la trajectoire de hausse de taux entrepris par la Banque d'Angleterre. Cette dernière devra toutefois veiller à ne pas trop pénaliser une activité déjà affectée par les contraintes d'offres, la hausse des prix de l'énergie et un environnement budgétaire moins favorable. **Enfin, du côté de la consommation, les ventes au détail rebondissent de 1,9% après le recul de 4% enregistré en décembre.** Les ventes au détail s'inscrivent ainsi à un niveau supérieur de 3,6% relativement à février 2020. Au cours des mois à venir, la forte hausse des prix de l'énergie pourrait, malgré la bonne tenue du marché du travail, pénaliser la consommation.

Au niveau géopolitique, les tensions à la frontière ukrainienne ont continué de rythmer l'actualité. De nouvelles discussions entre les États-Unis et la Russie sont prévues alors que le gouvernement américain estime que le risque d'une invasion russe de l'Ukraine est élevé. Un conflit ouvert, et l'imposition de sanctions envers la Russie représentent un risque considérable pour l'activité européenne. Près de 40% des importations de gaz naturel de l'Union européenne et 30% de celles de pétrole proviennent de la Russie. La Russie fournit également à l'UE des matières premières stratégiques, notamment le palladium utilisé dans les pots catalytiques.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



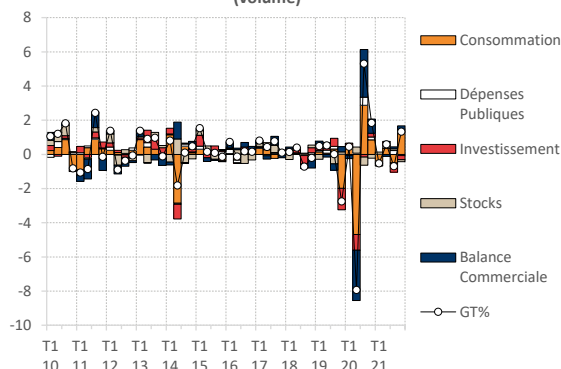
Suivi Macroéconomique

Asie

« Le rebond de l'économie japonaise reste incomplet »

L'économie japonaise reste en sous-régime en 2021 malgré le redressement du quatrième trimestre. L'estimation préliminaire du PIB japonais pour le T4 2021 indique un rebond de 1,3% en rythme trimestriel après le déclin de 0,7% du troisième trimestre où l'économie avait très lourdement été affectée par la pandémie et les problèmes d'approvisionnement. Néanmoins, cette progression trimestrielle était inférieure aux attentes et le PIB japonais reste toujours inférieur de 2,1% à son niveau de 2019. Côté dépenses, la principale contribution à la croissance du PIB au T4 vient de la consommation privée, qui a augmenté de 2,7 % par rapport au trimestre précédent, avec une dynamique surtout marquée au niveau des dépenses en services (+3,5%), ce qui reflète la fin de l'état d'urgence. En outre, le commerce extérieur contribue aussi positivement à la croissance en lien avec le redressement des exportations, qui ont bénéficié de la modération des contraintes d'offre, alors que les importations continuent de décliner légèrement. En revanche, les perspectives sont mal orientées pour le premier trimestre 2022. Le retour de l'épidémie et les perturbations associées devraient en effet freiner cette dynamique. Sur l'ensemble de l'année 2021, le Japon enregistre une croissance de seulement 1,7% après le déclin de 4,5% en 2020, ce qui est le plus faible rebond annuel parmi les grandes économies avancées.

Japon : Contribution à la croissance trimestrielle (volume)



Sources : Cabinet Office, Thomson Reuters, Covéa

La balance commerciale japonaise se dégrade fortement en janvier 2022. Le déficit a en effet atteint 933 Mds de Yen en lien avec la poursuite de la baisse des exportations (-1,5% en volume en glissement mensuel) alors que les importations ont rebondi (+3,4%) après le déclin du mois de décembre. Néanmoins, ces chiffres reflètent surtout le maintien d'une forte volatilité de l'activité commerciale japonaise en lien avec la persistance des goulets d'étranglement. Sur le plan sectoriel, la faiblesse des exportations a été largement généralisée en janvier mais le secteur automobile s'est distingué par la vigueur du recul de ses exportations (-7,5%) après deux hausses robustes en novembre et décembre, ce qui est largement imputable aux contraintes d'approvisionnement persistantes et aux fermetures temporaires d'usines dues à la propagation rapide du variant Omicron.

L'inflation japonaise ralentit en janvier, à contre-courant des grandes économies avancées. La croissance des prix à la consommation a ralenti à 0,5% en glissement annuel en janvier, contre 0,8% en décembre. Elle reste donc bien inférieure à la cible de 2% de la Banque du Japon et, a fortiori, des fortes dynamiques des prix observées aux Etats-Unis et en Europe. Ce ralentissement s'explique principalement par un effet de base négatif lié à la fin du programme de soutien au tourisme en janvier 2021 alors que l'inflation annuelle reste lourdement pénalisée par les mesures gouvernementales de baisse de prix des forfaits téléphoniques. Ainsi, cette modération s'observe au niveau de l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) à 0,2% en rythme annuel contre 0,5% en décembre alors que les prix de l'énergie continuent de progresser à 17,9%. Dans ce contexte, la Banque du Japon ne devrait pas chercher à normaliser sa politique monétaire à court terme, en ligne avec ses dernières orientations.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
JP	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	déc.-21	2,7	3,5	-10,6	5,8
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	janv.-22	0,5	0,8	0,0	-0,3
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	janv.-22	-1,2	-0,8	0,2	-0,5
	Exportations	Vol, CVS, GA%	janv.-22	11,4	16,5	-11,4	21,7
	Importations	Vol, CVS, GA%	janv.-22	38,1	39,3	-14,1	24,9
	PIB	Vol, CVS, GA%	T4 21	0,7	1,2	-4,5	1,7
CH	Inflation	IPC, NCVS, GA%	janv.-22	0,9	1,5	2,5	0,9
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	janv.-22	1,2	1,2	0,8	0,8

*Du 14/02/2022 au 20/02/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

En Chine, l'évolution des prix se modère également sur le mois de janvier. L'inflation des prix à la production se maintient à un niveau élevé mais ralentit pour un troisième mois consécutif pour atteindre 9,1% en glissement annuel en janvier après 10,3% en décembre. Ce recul repose sur une moindre dynamique des prix des matières premières, qui s'explique notamment par les interventions du gouvernement et par une demande mitigée en janvier du fait des restrictions sanitaires et des difficultés persistantes sur le secteur immobilier. Concernant les prix à la consommation, l'inflation est également en ralentissement à 0,9% en glissement annuel après 1,5% en décembre. Cette modération reflète surtout la baisse des prix du porc (-42% en glissement annuel), en lien avec le retour de l'offre à des niveaux élevés, grâce notamment au soutien gouvernemental, après les épisodes de fièvre porcine qui avaient tiré les prix à la hausse au cours des dernières années. Enfin, l'inflation sous-jacente est restée inchangée à 1,2 % en glissement annuel.

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 7 114 644 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.