

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

02 août 2021

Rédacteurs

Gestion
Recherche Economique

Vous avez dit entente ?

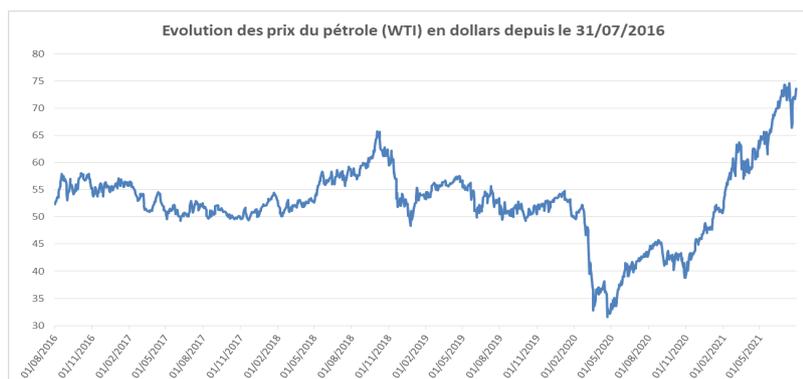
L'Organisation des pays producteurs de pétrole et leurs 10 alliés (OPEP+) ont péniblement défini ensemble un ajout de 400 000 barils de pétrole par jour à la production totale de ce collectif. Ce supplément s'incrémentera successivement de cette proportion chaque mois à partir d'août jusqu'à la fin de l'année. Cette hausse de production sera revue en décembre où elle représentera donc un accroissement de 2M barils/ jour à comparer à la décision de 2020 de baisser de 10M barils/jour au plus fort du ralentissement mondial. Compte tenu des mesures d'ouvertures progressives des puits, déjà prises depuis 1 an pour près de 2.2M b/j, la production du cartel sera encore inférieure de 5.8M b/j à cette date. Un déficit qui fera alors de nouveau l'objet de négociations et sera réduit d'ici mai 2022 comme le prévoit le dernier accord. L'alliance a par ailleurs revu à la hausse les quotas de production des Emirats Arabes Unis (qui ont menacé de quitter l'OPEP), mais aussi de l'Irak, de l'Arabie Saoudite et de la Russie.

Cette difficulté pour dégager un consensus sur la hausse de la production rappelle celle pour définir la baisse de production en mars 2020. Le ministre-prince saoudien avait dû contraindre ses « associés » réticents en ordonnant une hausse massive de la production saoudienne en avril 2020. Couplée aux larges « rabais » d'Aramco aux raffineurs, les prix mondiaux s'étaient effondrés (de 50\$ à 30\$) et avaient précipité un accord de réduction drastique ainsi qu'un rebond violent des cours du brut.

Car l'OPEP+ se trouve devant de multiples défis stratégiques. Elle connaît la plasticité des producteurs de schiste américains et leur capacité à accroître leurs exploitations si les cours montent même s'ils préfèrent pour l'heure réduire leur dette et choyer leurs actionnaires. Elle doit aussi prendre en considération les politiques volontaristes de transition énergétique de ses clients même si l'observation des données pétrolières montre une raréfaction des découvertes majeures, dont la taille des champs diminue et pourrait plutôt pousser à une concurrence accrue entre pays consommateurs.

Le pétrole est l'une de nos 3 clés de lecture avec les matières premières et le dollar. Comme exposé dans nos dernières Perspectives Economiques et Financières, son examen attentif se justifie par le soutien à la croissance qu'il pourrait représenter dans un scénario de sortie de crise par le haut (grâce aux effets multiplicateurs des plans de relance) à travers son rôle dans la transmission de richesse par les balances commerciales et les mouvements de capitaux entre pays participant aux échanges mondiaux. Enfin, le pétrole est aussi la résultante du grand jeu géostratégique dans lequel l'OPEP apparaît moins déterminante tant son organisation est fragilisée par les dissensions internes et une certaine perte de légitimité de ses pays leaders.

Focus de la semaine



« ...de multiples défis stratégiques... »

Source : Bloomberg

Sommaire

Suivi des marchés

Marchés obligataires
Marchés actions
Regard financier & extra-financier

p2

Suivi macroéconomique

Etats-Unis
Europe
Asie

p5

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Obligataire : le regard du gérant

Marché de taux

Nouvelle semaine de baisse des rendements souverains malgré une réunion de la Fed qui note des progrès par rapport à ses objectifs d'inflation et d'emploi, et des chiffres d'inflation orientés à la hausse notamment en Allemagne. L'évolution des taux nominaux masque une dynamique opposée entre anticipations d'inflation (en nette progression) et taux réels qui atteignent de nouveaux points bas (-1.18% pour le 10 ans US et -1.89% pour le 10 ans allemand). Les flux (programme PEPP en Europe sans doute proche de 90Md€ sur le mois de juillet), le positionnement des investisseurs ainsi que le contexte sanitaire encore très incertain laissant planer des risques sur la croissance sont les principaux facteurs d'explication de ces évolutions.

Sur le crédit, les primes de risque se stabilisent sur des niveaux bas dans un contexte de bonnes publications d'ensemble des entreprises pour le T2. A noter que les taux de défaut aux Etats-Unis sont en baisse, à 1.60%, après être restés autour de 6% entre les mois de juillet 2020 et mars 2021.

Focus sur les engagements de collatérales des banques européennes

Parmi les indicateurs utilisés pour suivre la dépendance des banques européennes au financement obtenu auprès des banques centrales, l'Autorité Bancaire Européenne (ABE) surveille l'évolution de la proportion d'actifs grevés dans leurs bilans : ce sont ces actifs mobilisés que les banques apportent en collatéral d'opérations de refinancement auprès de la BCE via les TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operation) notamment, ou de toutes les autres opérations collatéralisées telles que les obligations sécurisées, ou encore les opérations de dérivés.

Lors de son dernier rapport de Juillet 2021, l'ABE relève que, sur 2020 suite au COVID, et plus exactement sur le premier trimestre 2020, les banques ont largement fait appel à la facilité offerte par la BCE pour renforcer leur liquidité et assurer ainsi le financement de l'économie réelle, alors que les marchés obligataires étaient en suspens. Ainsi, ce financement banque centrale est devenu la première source de grèvement des actifs. Par conséquent, le ratio d'actifs grevés des banques européennes sur total d'actifs a augmenté, à près de 28% fin 2020 vs 25% fin 2019.

Des spécificités géographiques sont notables : les ratios d'actifs grevés sont les plus élevés pour les banques des pays qui ont recours aux obligations sécurisées comme l'Allemagne ou les pays nordiques, et pour celles qui ont recours plus particulièrement au financement banques centrales comme la Grèce et l'Italie, mais aussi pour les banques françaises qui ont recours largement aux opérations de mise / prise en pension.

Bien que la hausse de ce ratio ne soit pas inquiétante par elle-même, c'est un élément à surveiller à deux titres. D'une part, parce que ce ratio progressant, le stock disponible d'actifs éligibles au financement banque centrale diminue, réduisant d'autant la capacité des banques à utiliser davantage cette source de financement bon marché dans le futur : fin 2020, déjà 50% des actifs éligibles au financement banque centrale sont utilisés. D'autre part, parce que le grèvement d'actifs induit une certaine subordination pour les créanciers sénior puisque cela diminue leur taux de recouvrement en cas de perte. Les banques au ratio d'actifs grevés élevé seraient ainsi plus vulnérables à une détérioration de la perception du risque par les investisseurs, qui pourraient alors exiger des primes de risque plus élevées.

Actions Europe : le regard du gérant

Du côté des actions européennes, l'indice MSCI EMU est en repli de 0,3% sur la semaine ce qui porte à +15,1% sa performance depuis le début de l'année. En termes de performances sectorielles, la configuration hebdomadaire se rapproche de celle observée depuis le début de l'année, à l'exception de l'énergie qui signe la meilleure performance sur la semaine. En effet, les secteurs de la technologie et de la finance surperforment de 0,7% sur la semaine alors que les services aux collectivités signent la plus forte baisse hebdomadaire comme annuelle (respectivement -1,6% et -2%). Du point de vue des performances géographiques, on notera la surperformance hebdomadaire du CAC40 (+0,7%). L'écart se creuse donc davantage depuis le début de l'année entre la performance du DAX (+10,7%) et celle du CAC (+19,1%).

La semaine écoulée a été marquée par les publications des résultats semestriels des entreprises européennes. Près du tiers des principales sociétés cotées ont en effet communiqué au cours de la semaine. A cette occasion, nous notons un mouvement généralisé de révisions à la hausse des perspectives pour l'année en cours parmi lesquelles celles de Cap Gemini, Sanofi, Téléperformance, Schneider Electric ou encore Legrand. Néanmoins, au-delà de la vigueur du rebond de l'activité sur la période, certaines sociétés indiquent être affectées par la hausse de leurs coûts, que ce soit en lien avec les perturbations sur les chaînes d'approvisionnement ou simplement sur le prix des matières premières. Le secteur de la consommation non cyclique est pénalisé particulièrement par ce mouvement. A titre d'illustration, le leader mondial de la bière, Anheuser-Busch Inbev déçoit sur sa publication semestrielle cette semaine tout comme Nestlé qui révisé légèrement en baisse ses objectifs de marge annuelle pour l'année en cours. Nous restons vigilants sur ce point et c'est pourquoi, dans le cadre de nos investissements, nous sélectionnons prioritairement des sociétés capables de répercuter les hausses de prix des intrants dans leur prix de vente. Cela s'inscrit de manière plus spécifique dans notre thème d'investissement de la capacité d'adaptation et de préservation des marges présenté lors de nos dernières Perspectives Economiques et Financières.

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Actions Internationales : le regard du gérant

Marchés Américains

Aux Etats-Unis, le S&P 500 évolue en légère baisse au cours d'une semaine marquée par une multitude de résultats d'entreprises. A ce titre et bien que plus d'un tiers des sociétés n'aient pas encore publié, on observe dans l'ensemble des croissances vigoureuses et de bonne résistance des marges malgré des pressions tangibles sur les coûts. A l'image de ce que l'on pouvait voir sur les trimestres précédents, ce sont davantage les prévisions que les résultats qui ont capté l'attention des investisseurs, ceci d'autant plus que le marché est sur ses plus hauts.. C'est ainsi que les géants du numérique et notamment Facebook et Amazon mais aussi Apple se sont vus sanctionnés à cause de messages prudents sur leur capacité à maintenir des niveaux de croissance élevés sur le reste de l'année 2021. Dans ce contexte, les secteurs le plus cycliques ont surperformé sur la semaine, notamment les matériaux et l'énergie. On notera à ce propos les avancées du plan de relance des infrastructures qui doit maintenant être validé au Sénat. En revanche les valeurs de croissance et notamment la consommation courante, la technologie et les services de communication sous performant, pénalisés par le recul d'Apple, d'Amazon et de Facebook dont les poids sont significatifs.

En marge des publications de résultats, l'actualité fut riche en matière de fusions acquisitions. Par exemple, celle qui concernait les deux géants mondiaux du courtage en assurance, Aon et Willis Towers Watson, respectivement numéro 2 et 3 mondiaux de leur secteur. Le directeur général d'Aon a annoncé l'abandon du projet, « faute de parvenir à une résolution rapide du litige » avec les autorités américaines, illustrant ainsi les difficultés croissantes des grands groupes à réaliser des opérations d'envergure.

Marchés Asiatiques

Tous les marchés en Asie Pacifique sont en baisse, à l'exception de Singapour qui est soutenu par son secteur bancaire en anticipation d'une hausse de taux plus tôt que prévu (inflation à 2.4%). La baisse notable de la Chine s'explique par la décision du régulateur chinois d'interdire les sociétés de soutien scolaires en ligne et par les risques provoquées par la potentielle faillite du groupe Evergrande. Par ailleurs, le recul de Taiwan est surtout attribué aux prises de profit sur les transports maritime. Quant aux autres pays en Asie (y compris le Japon), c'est surtout la détérioration de la situation sanitaire qui explique la prudence des investisseurs.

GAFA : si la moisson était abondante, l'avenir semble plus nuageux

Les quatre géants du numérique américains, dont les cours ont atteint des plus hauts historiques, ont tous publié des résultats qui rivalisent de démesure. A ce jeu, Alphabet, la maison mère de Google, s'est particulièrement illustrée par la vigueur de sa croissance, tant elle bénéficie de la reprise de l'activité publicitaire. Cela contraste avec la même période l'année dernière où la situation pandémique favorisait davantage Amazon et Apple qui profitaient du report de la consommation sur le commerce en ligne et les équipements électroniques. Mais cette saison de publications de résultats records s'accompagne également de messages plus prudents et interpellent à certains égards sur la soutenabilité de la croissance pour des géants dont les parts de marché dans leurs métiers respectifs sont déjà considérables.

De surcroît, les récentes initiatives des pouvoirs publics en Chine inquiètent quant à leur impact indirect sur les perspectives des grosses sociétés technologiques. En effet, alors que les régulateurs américains pouvaient encore avoir quelques scrupules à entraver la croissance de leurs champions dans le souci de ne pas trop les pénaliser face à leurs pendant asiatiques dans la course à la domination mondiale, l'attitude du pouvoir chinois fait potentiellement bouger les lignes. En effet, cela pourrait inciter les régulateurs américains à être plus interventionnistes dans le but de maîtriser davantage les géants du numérique dans leur velléité d'expansion au-delà de domaines d'activités où ils sont déjà dominants. La nomination de Lina Khan à la tête de la FTC, de Jonathan Kanter à la division Antitrust du Ministère de la Justice ainsi que les déclarations du Président Biden vont clairement dans ce sens. A minima, ces géants de la technologie devront sans doute faire preuve de plus de coopération et de concessions vis-à-vis des pouvoirs publics s'il veulent continuer de prospérer.



Le regard de l'analyste

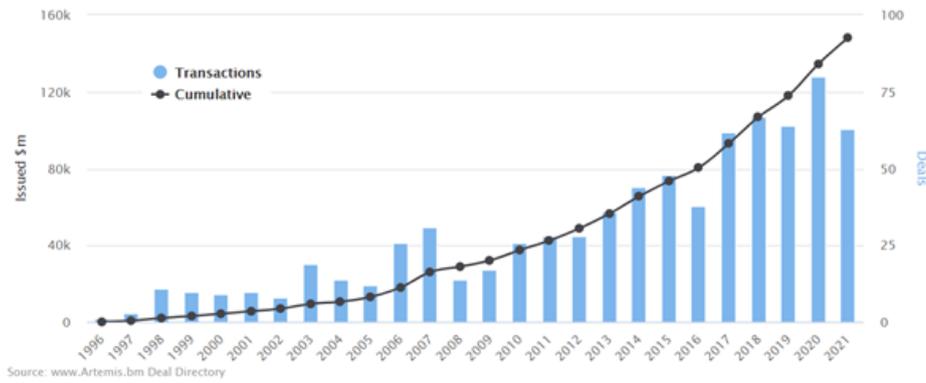
Les Cat Bonds sortent de leur niche : Nous connaissons cet été des phénomènes météorologiques extrêmes : tandis qu'un dôme de chaleur étouffait le nord-ouest du continent américain, le mercure frôlait les 35°C dans l'Arctique. Les inondations meurtrières en Allemagne et en Belgique ont également confirmé que les zones au climat historiquement tempéré n'étaient plus épargnées. Une question se pose : ces phénomènes sont-ils partis pour devenir la norme ?

Bien évidemment, les coûts engendrés pour le secteur des assurances et réassurances sont colossaux ; d'après les résultats de l'exercice pilote climatique conduit par l'ACPR, communiqués en mai dernier, le coût des sinistres pourrait être multiplié par 5 à 6 dans certains départements français entre 2020 et 2050. Dans ce premier stress test climatique, l'ACPR affiche ses craintes quant à la hausse corrélée des primes d'assurance : d'après cette simulation, les primes augmenteraient de 130 à 200 % sur 30 ans pour couvrir les pertes liées aux catastrophes naturelles.

En parallèle, des produits financiers ont également émergé pour couvrir ce risque : les Catastrophe Bonds, plus communément appelés Cat Bonds, qui appartiennent à la famille des Insurance-Linked Securities et dont le paiement du coupon et le remboursement du capital dépendent de la survenance d'un événement naturel extrême. Bien que ces obligations catastrophes soient familières au secteur assurantiel depuis plusieurs années, les Cat Bonds restaient jusqu'ici un marché de niche, ce qui est de moins en moins le cas :

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Nombre d'émissions (échelle de droite) et encours cumulés (échelle de gauche) sur les Catastrophes bonds en M\$



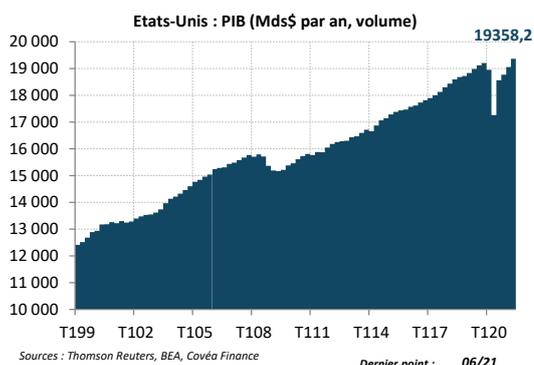
Le réchauffement climatique, dont les conséquences sont visibles, ainsi qu'une plus grande sensibilisation des investisseurs aux thématiques ESG expliquent en partie cet engouement. Mais l'intérêt des Cat Bonds réside également dans le fait qu'ils sont largement décorrélés des facteurs macroéconomiques, ce qui leur confère des attributs de diversification dans des portefeuilles de classes d'actifs plus traditionnelles et un certain attrait dans un climat financier incertain.

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le PIB américain dépasse désormais son niveau d'avant crise »

Le Produit Intérieur Brut (PIB) américain a enregistré une progression de 1,5% sur le second trimestre 2021, un rythme comparable à celui du premier trimestre, et dépasse désormais son niveau d'avant crise. Cette dynamique trimestrielle a été tirée une nouvelle fois par la consommation, dopée par les soutiens au revenu votés en mars. Les dépenses



se sont portées davantage sur les services (+2,9% après 1% au T1), tandis que la progression est plus modeste sur les biens durables (+2,4% après +10,7%), attestant de la rotation des dépenses suite à la réouverture de secteurs jusqu'alors contraints par les restrictions sanitaires (tourisme, loisirs). La dynamique d'investissement des entreprises reste solide (+1,9%), avec des progressions soutenues des dépenses en biens d'équipements (+3,1%) et en propriété intellectuelle (+2,6%). A l'opposé, les investissements en infrastructures restent mal orientés (-1,8%). La faiblesse affichée par l'immobilier d'habitation ces derniers mois, après une année 2020 faste, s'illustre dans les chiffres d'investissement résidentiel qui décrivent une contraction de -2,5%. Malgré ce recul, l'investissement résidentiel reste toutefois très largement supérieur au niveau d'avant crise. Concernant le commerce extérieur, le solde de la balance des biens et services se dégrade davantage à la faveur d'une croissance plus forte des importations (+1,9%) que des exportations (+1,5%). Par ailleurs, le net mouvement de déstockage au cours du trimestre (-166 Mds\$) a contribué négativement au PIB de façon significative.

Sur le plan budgétaire, le plan d'infrastructures bipartisan a franchi un premier obstacle au Sénat avec le vote en faveur de l'ouverture de l'examen du projet de loi (67 voix pour, 37 contre). Afin de franchir le seuil nécessaire de 60 voix, 17 Républicains se sont joints aux 50 Sénateurs Démocrates, estimant qu'ils avaient désormais les détails suffisants sur le texte pour faire avancer le processus. Les débats autour du texte prévoyant 1200 Mds\$ en infrastructures, dont 550 Mds\$ de nouvelles dépenses (contre 579 Mds\$ précédemment) se sont ouverts mercredi. Le large soutien Républicain lors de cette première étape nourrit les espoirs qu'un vote puisse intervenir avant la pause estivale le 9 août. Mais la route risque d'être encore longue, d'autant que le soutien à ce texte, tant du côté Démocrate que Républicain, risque de dépendre des propositions faites en parallèle par les Démocrates portant sur un plan de 3500 Mds ciblant la famille, l'éducation et le climat.

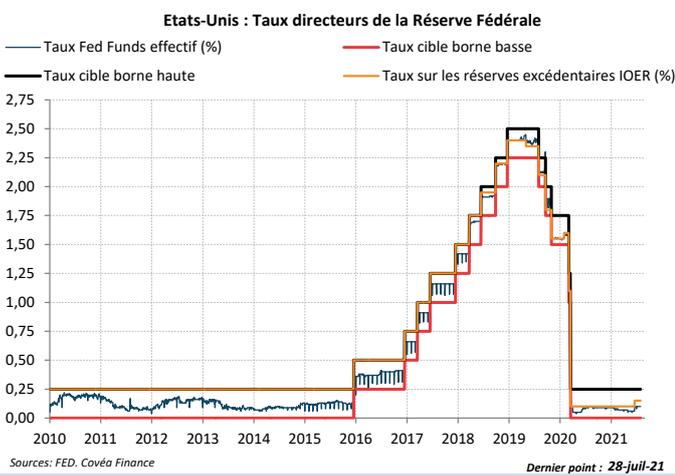
Dans l'immobilier, les ventes de logements neufs enregistrent un nouveau recul en juin (-6,6% en glissement mensuel), et les données des mois précédents ont été révisées en baisse, accentuant la dynamique négative depuis la fin d'année 2020. Le niveau des ventes reste à un niveau relativement élevé mais s'affiche en contraction de près de 32% par rapport à janvier 2021. La récente flambée des prix des logements (+17% en glissement mensuel lissé 3 mois) et la limitation des stocks disponibles font probablement partie des facteurs qui ont contribué à l'affaiblissement récent de l'activité dans le secteur du logement.

Du côté de l'industrie, les commandes de biens durables maintiennent le cap en juin, avec une hausse mensuelle de 0,8%, et une révision haussière de l'estimation de mai (+3,2% contre 2,3%). Les commandes de biens intensifs en capital hors défense et aviation, qui approchent le mieux l'investissement des entreprises, progressent de 0,5% sur le mois. Le secteur automobile reste en difficulté avec une baisse de 0,3%, tandis que les commandes dans l'aviation civile enregistrent un bond de 17% et sont au plus haut depuis octobre 2019. Par rapport au niveau pré-crise, soit février 2020, les commandes sont en hausse de 11,6%. En matière de données d'enquête auprès des entreprises, **l'indicateur manufacturier de la Fed de Dallas enregistre un léger repli en juillet** et s'établit à 27,3 après 31,1. Ce recul est à relativiser puisqu'il apparaît essentiellement lié à une diminution des temps de livraison, ce qui suggère une amélioration des problèmes d'approvisionnement particulièrement aigus ces derniers mois. Les composantes nouvelles commandes et production sont quant à elles en progression.

Suivi Macroéconomique

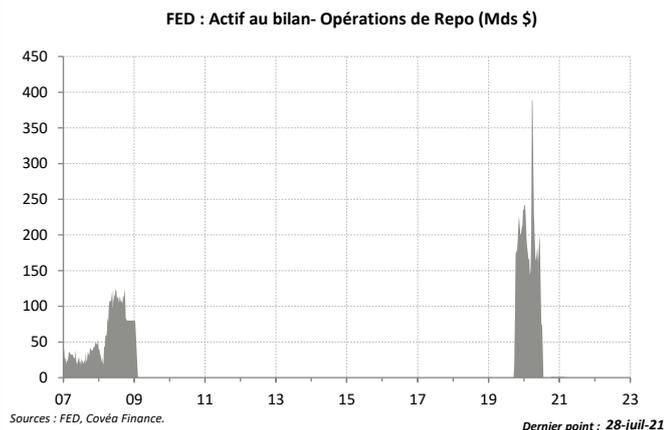
Focus : La Réserve fédérale américaine prépare la voie à une réduction de l'assouplissement monétaire

Le comité de politique monétaire (FOMC) n'a pas modifié sa politique lors de la réunion de juillet, la fourchette cible des taux directeurs étant maintenue à [0%-0,25%] et le rythme des achats à 120 Mds\$ par mois (80 Mds\$ de titres du Trésor et 40 Mds\$ de MBS (titres adossés à des créances hypothécaires)). **Une étape a toutefois été franchie sur la voie de la réduction de ces achats de titres.** Pour la première fois, le Comité reconnaît en effet dans son communiqué les progrès accomplis dans la réalisation de ses objectifs d'emploi et d'inflation. Cette mention suggère qu'une annonce concernant une réduction du rythme des achats pourrait intervenir à l'automne (prochaines réunions le 22 septembre, puis le 03 novembre), en fonction de l'amélioration de l'emploi qui reste le facteur décisif de toute action. Le ton de Jerome Powell lors de la conférence de presse était toutefois plus accommodant. Le Président de la Réserve fédérale (Fed) a déclaré que le marché du travail était encore loin de justifier une réduction progressive des achats. **En clair, les progrès sont bien là, mais il reste encore du chemin à parcourir pour qu'ils puissent être qualifiés de « substantiels »**, l'objectif fixé par la Fed en décembre dernier pour commencer la réduction des achats. Les rapports d'emploi de juillet et août, qui seront publiés respectivement début août et début septembre seront donc



déterminants. Outre la question du « Quand ? », la question du « Comment ? » a été abordée. M. Powell a déclaré que la possibilité de réduire les achats de MBS avant ceux de Treasuries avait peu de soutien au sein du comité, mais un rythme de réduction plus rapide pour les MBS est envisagé par certains membres. Il a par ailleurs insisté lors de la conférence de presse sur le fait qu'une hausse de taux n'est pas à l'ordre du jour. Bien que l'accélération des prix ait été plus prononcée qu'anticipée, **la Fed reste confiante dans son scénario d'un dégonflement progressif de l'inflation** au cours des prochains mois, l'essentiel des pressions haussières actuelles étant jugées transitoires. Le Président Powell a par ailleurs relativisé les risques liés à la diffusion du variant Delta, l'adaptation des agents économiques aux vagues successives et la campagne de vaccination réduisant l'impact de l'épidémie sur l'économie.

Le FOMC a également décidé de la mise en place d'une facilité de repo permanente (Standing Repo Facility, SRF), destinée à fournir de la liquidité au marché et à en assurer la stabilité. Un tel dispositif provisoire avait été réactivé en septembre 2019 lorsque les marchés monétaires avaient connu des tensions. Le pic d'utilisation de ce dispositif avait ensuite été atteint en mars 2020, avec près de 400 Mds\$ de liquidité injecté par jour, avant de revenir à zéro durant

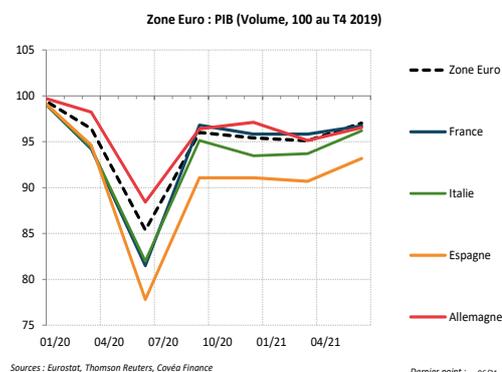


l'été. La SRF prêtera des fonds au jour le jour, contre des bons du Trésor, des titres des agences fédérales et des MBS garantis par les agences fédérales, à un taux de 0,25%, avec une capacité globale de 500 Mds\$ par jour. Les contreparties éligibles de cette facilité comprendront les spécialistes en valeur du Trésor (*Primary Dealers*) et seront élargies au fil du temps pour inclure d'autres banques de dépôts. Une facilité de repo similaire sera proposée aux banques centrales étrangères et aux institutions monétaires internationales (*Foreign International Monetary Authorities, FIMA*) à un taux également de 0,25% et avec une limite de 60 Mds\$ par contrepartie et par jour. Il s'agit là de pérenniser un dispositif qui avait été créé en mars 2020 pour la durée de la crise sanitaire. Ces deux outils serviront de filet de sécurité sur les marchés monétaires et sont conçus pour encourager les taux d'intérêt à court terme à se négocier à proximité de l'objectif de la Fed et assurer ainsi une mise en œuvre efficace de la politique monétaire.

Suivi Macroéconomique

Europe

« La croissance rebondit au deuxième trimestre, les perspectives demeurent toutefois incertaines »



La semaine a été marquée par la publication de chiffres de croissance et d'inflation supérieurs aux attentes. Selon les estimations préliminaires, l'économie de la Zone euro a enregistré une croissance de 2,0% au deuxième trimestre relativement au trimestre précédent. L'activité a donc rebondi après le recul de 0,3% enregistré au premier trimestre, soutenue par l'allègement progressif des mesures de restrictions sanitaires. Par pays, la croissance de l'activité est particulièrement prononcée en Espagne (+2,8%) et en Italie (+2,7%), tandis qu'elle enregistre un gain plus modeste en France (+0,9%) et en Allemagne (+1,5%). Selon les informations disponibles, la consommation des ménages semble avoir été le fer de lance de cette reprise. En revanche, les exportations auraient contribué négativement à la croissance en Allemagne, en France et en Espagne, ce qui peut illustrer les difficultés que traverse actuellement le secteur manufacturier. **Si les indicateurs du climat des affaires demeurent bien orientés en juillet, l'évolution de la situation sanitaire fait peser des doutes sur la**

pérennité de la reprise de l'activité.

Du côté des prix, l'inflation annuelle atteint 2,2% en juillet contre 1,9% en juin selon l'estimation préliminaire. L'accélération de l'inflation apparaît principalement liée à la hausse des prix de l'énergie. Dans ce contexte, l'inflation sous-jacente recule de 0,2 point de pourcentage pour atteindre 0,7%. Plusieurs effets contraires ont joué sur la dynamique des prix au mois de juillet. **Premièrement, en Allemagne, les effets de base liés à la réduction temporaire de la TVA au cours du deuxième semestre 2020 semblent avoir joué à plein sur la dynamique des prix.** L'inflation allemande a ainsi atteint 3,1%, un plus haut depuis 2008. **En revanche, le décalage des soldes dans certains pays en 2020, qui avait entraîné un effet de base positif, provoque cette fois un effet de base négatif et tire l'inflation à la baisse.** Au cours des mois à venir, l'inflation en Zone euro est attendue en nette accélération, en lien notamment avec les effets de la réduction temporaire de TVA sur l'inflation allemande. L'écart entre la dynamique de l'inflation allemande et celle des autres pays européens devraient ainsi fortement augmenter.

L'indicateur de sentiment économique de la commission européenne atteint un niveau record à 119 (+1,1 pts) en Zone euro en juillet 2021. L'enquête rapporte ainsi un sixième mois consécutif de progression de la confiance des agents économique mais l'évolution du mois de juillet a toutefois été moins marquée que celles observées depuis le début de l'année ce qui pourrait suggérer que l'indicateur pourrait approcher son point haut. Cette dernière progression résulte de l'amélioration de la confiance (i) dans l'industrie, qui reflète surtout la forte demande dans le secteur mais contraste avec les données d'activité dont l'atonie découle des fortes contraintes sur l'offre, et (ii) dans les services qui bénéficient du recul des restrictions sanitaires. En revanche, la confiance s'est affaiblie dans la construction et chez les consommateurs mais est restée pratiquement inchangée dans le commerce de détail après les redressements marqués de ces trois secteurs sur le premier semestre 2021. Dans ce contexte, les attentes sur la progression des prix de ventes (sur les trois prochains mois) ont continué de progresser fortement dans les services, la construction et les ventes au détail et sont restées largement inchangées à un niveau historiquement haut dans l'industrie. Parmi les plus grandes économies européennes, l'indicateur de sentiment économique a fortement augmenté en France (+4,0) et, dans une moindre mesure, en Italie (+1,7) et en Espagne (+1,7). Il est enregistré une progression bien plus modeste en Allemagne (+0,3).

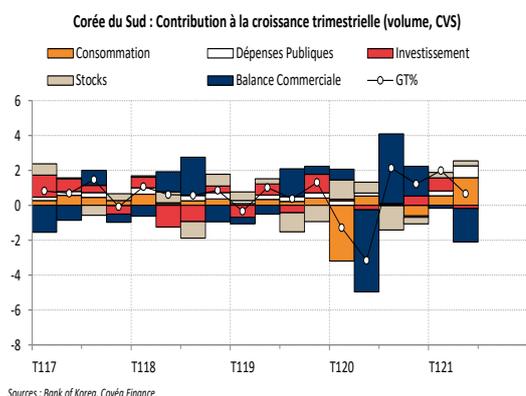
Les prêts bancaires au secteur privé se redressent légèrement en juin après le ralentissement marqué des derniers mois. En effet, la croissance des prêts au secteur privé est passée de 2,8 % en mai à 3,0 % en juin en glissement annuel mais reste loin des 4,7% de décembre 2020. Ce ralentissement considérable du premier semestre 2021 reflète à la fois un certain essoufflement par rapport à la forte dynamique de 2020 et aussi, sur les derniers mois, un effet de base défavorable en lien avec la forte progression des prêts bancaires qu'avait provoqué le début de la crise pandémique et les mesures de soutiens associées au premier semestre 2020. Dans le détail, la croissance des prêts aux entreprises non financières a très légèrement ralenti à 1,4% en glissement annuel malgré des flux mensuel qui passe en territoire positif après deux mois de contraction qui semblent correspondre avec la fin de la deuxième période de référence de performance de crédit des banques pour bénéficier de taux plus favorables dans le cadre de leurs opérations TLTRO III. Coté ménage, la croissance des prêts a accéléré pour atteindre 4,5 % (+0,2 point de pourcentage par rapport à mai) en glissement annuel, soit un nouveau point haut depuis 2008. Cette hausse reflète principalement la vigueur des prêts hypothécaire à 5,6% (+0,2pp), qui fait écho aux résultats de l'enquête de la BCE, alors que la croissance des prêts à la consommation ralentit à 0,4% (-0,2pp). Sur le plan géographique, le crédit au secteur privé reste très dynamique en France et en Allemagne alors que l'Espagne, et surtout l'Italie, observent une contraction des encours de crédits au secteur privé en glissement annuel. Dans ce contexte, la croissance de la masse monétaire se maintient à des niveaux élevés malgré un ralentissement de l'agrégat M3 (8,3%) qui reste principalement tiré par la croissance de M1 (11,7%) qui lui a très légèrement accéléré sur le mois.

Suivi Macroéconomique

Asie

« La reprise de l'économie japonaise demeure hésitante. »

Au Japon, les enquêtes PMI pour le mois de juillet témoignent d'une reprise toujours hésitante de l'économie japonaise, alors que la situation sanitaire peine à s'améliorer. En juillet, l'indice PMI composite recule de 1,2 point, s'établissant fermement en territoire négatif avec 47,7 points. Ce recul est largement attribuable au PMI du secteur des services, en recul de 1,6 point, même si la tendance est également à la baisse dans l'industrie manufacturière avec une baisse mineure de 0,2 point. Le recul de l'activité dans les services en juin est avant tout le fait de l'extension de l'état d'urgence décidée mi-juillet, qui prolonge les restrictions sanitaires jusqu'au 22 août. Au sein des services, la sous composante reflétant les perspectives d'activité futures enregistrent toutefois un repli particulièrement marqué, suggérant une dynamique de rebond modéré dans le secteur, même une fois les restrictions sanitaires assouplies. Les Jeux olympiques qui ont débuté à la fin du mois de juillet n'ont pas d'impact visible sur le climat des affaires dans les services, en cohérence avec l'absence de spectateurs et de touristes pour les Jeux. Dans le secteur manufacturier, en plus d'un léger recul de la production (-0,2 point), les entreprises continuent de faire part de fortes contraintes d'approvisionnement. La sous-composante reflétant les délais de livraisons demeure ainsi stable à un niveau historiquement dégradé. Les contraintes d'offre entraînent également une augmentation des prix pour les entreprises, avec la sous-composante liée au coût des intrants enregistrant une hausse prononcée de +3,1 points. L'écart entre le coût des intrants et les prix à la production dont fait part l'enquête PMI demeure par ailleurs important au mois de juillet, suggérant que les entreprises japonaises restent prudentes et absorbent en grande partie la hausse des coûts plutôt que de la transmettre en aval. **Du côté des données d'activité, la consommation comme la production industrielle rebondissent après les reculs des mois précédents. Les ventes au détail progressent de 3,1% en juin relativement à mai, mettant ainsi fin à deux mois de recul.** Si cette forte hausse compense une partie du recul des derniers mois, il n'est pas sur qu'elle soit pérenne dans un contexte sanitaire qui reste fragile. **Dans l'industrie, la production enregistre elle-aussi un large rebond en juin avec un gain de 6,5% relativement à mai.** Cette augmentation est notamment liée à la forte progression de la production automobile, qui s'inscrit en hausse de 22,6% par rapport à juin, après avoir reculé de plus de 19% en mai. Les difficultés logistiques qui pèsent sur le secteur, illustrés par la mauvaise orientation du climat des affaires, suggèrent toutefois que la dynamique de la production devrait rester très modeste.



En Corée du Sud, la croissance du PIB s'élève à +0,7% sur le 2ème trimestre, en net ralentissement après une progression de +1,7% au 1er trimestre. En glissement annuel, la croissance atteint +5,9% après +1,9% au 1er trimestre, une accélération marquée qui reflète la comparaison favorable à un 2ème trimestre de l'année 2020 marqué par le début de la pandémie. De façon notable, les exportations sud-coréennes se sont contractées en volume avec un recul de -2,0% en variation trimestrielle, une baisse qui s'explique par les contraintes d'approvisionnement pesant notamment sur l'automobile, mais aussi par un effet de contrecoup après 3 trimestres de croissance dynamique. Cette baisse contraste avec la forte croissance des importations en valeur dont font part les chiffres des douanes pour la période allant d'avril à juin et qui s'expliquerait par conséquent avant tout par un effet prix. A l'inverse, la consommation privée affiche un fort rebond, croissant de +3,5% sur la période après +1,2% au 1er trimestre. Cette accélération est le reflet d'un trimestre où la situation sanitaire est demeurée sous contrôle en Corée du Sud et où l'absence de restrictions a

permis un fort rebond de la mobilité. La consommation publique est quant à elle le deuxième contributeur à la croissance trimestrielle, avec une progression de +3,9% après +1,6% au 1er trimestre. Cette contribution s'explique par une politique budgétaire expansionniste, avec déjà deux budgets supplémentaires votés au cours de l'année, qui représentent un soutien budgétaire total équivalent à 2,6% du PIB et qui viennent renforcer un budget initial déjà ambitieux (+8,9% par rapport à 2020). L'investissement des entreprises se stabilise quant à lui à un niveau élevé (+0,6%), après avoir enregistré une croissance record en début d'année (+6,1%). On assiste donc à une réelle rotation des moteurs de la croissance économique sud-coréenne au 2ème trimestre, avec une consommation privée prenant le relais des exportations, sous l'effet conjugué des contraintes d'approvisionnement et d'une hausse de la fréquence des déplacements vers les lieux de consommation du fait de l'assouplissement des restrictions sanitaires.

En Chine, la Banque populaire de Chine (PBoC) a demandé aux banques de la ville de Shanghai de relever le taux des prêts immobiliers, passant de 4,65% à 5% pour les primo-accédants et de 5,25% à 5,7% pour les ménages achetant une résidence secondaire. Cette mesure locale n'a pas été commentée par la PBoC ; elle signale toutefois que les autorités monétaires ne perdent pas de vue leur objectif de stabilisation du marché de l'immobilier, qui est toujours perçu comme un risque financier majeur par les décideurs chinois. Cette mesure intervient dans le contexte d'un changement de régime du point de vue monétaire au mois de juillet, avec un rebond des flux de crédit après un semestre de resserrement et une baisse du ratio de réserves obligatoires de 50 points de base. Le rehaussement des taux de crédit immobilier suggère que ce changement de pied ne s'accompagnera pas d'une position plus souple vis-à-vis de l'endettement immobilier

Suivi Macroéconomique

Focus : Le FMI souligne l'accroissement des divergences dans la reprise de l'économie mondiale

Cette semaine, le Fonds Monétaire International a procédé à la mise à jour de ses projections macroéconomiques. Dans son communiqué le FMI souligne l'accroissement des divergences entre pays émergents et pays développés alors qu'un rebond, pour partie mécanique, de l'activité se dessine.

La projection de croissance de l'économie mondiale pour 2021 reste inchangée à 6,0% en 2021 mais masque un creusement des écarts entre pays émergents et en voie de développement d'une part et pays développés d'autre part. La croissance des pays avancés a ainsi été révisée de 0,5 point de pourcentage à la hausse tandis que celle des pays émergents et en développements a été dégradée de 0,4 points de pourcentage. L'amélioration des perspectives des pays avancés tient pour grande partie à la révision à la hausse de la croissance américaine qui atteindrait 7,0% en 2021 selon le FMI. Les prévisions du FMI tablent toutefois sur des mesures de soutien budgétaire

FMI : Perspective de l'économie mondiale Juillet 2021
(Croissance mondiale, Volume, GA%)

	Projection			
	2019	2020	2021	2022
Monde	2,8	-3,2	6,0	4,9
Economies Avancées (38)	1,6	-4,6	5,6	4,4
Zone Euro	1,3	-6,5	4,6	4,3
Allemagne	0,6	-4,8	3,6	4,1
France	1,8	-8,0	5,8	4,2
Italie	0,3	-8,9	4,9	4,2
Espagne	2,0	-10,8	6,2	5,8
Etats-Unis	2,2	-3,5	7,0	4,9
Japon	0,0	-4,7	2,8	3,0
Royaume-Uni	1,4	-9,8	7,0	4,8
Canada	1,9	-5,3	6,3	4,5
Autres économies Avancées	1,9	-2,0	4,9	3,6
Economies Emergentes (154)	3,7	-2,1	6,3	5,2
Afrique Subsaaharienne (45)	3,2	-1,8	3,4	4,1
Afrique du Sud	0,2	-7,0	4,0	2,2
Asie Emergente (30)	5,4	-0,9	7,5	6,4
Chine	6,0	2,3	8,1	5,7
Inde	4,0	-7,3	9,5	8,5
ASEAN-5	4,9	-3,4	4,3	6,3
Moyen-Orient - Afrique du Nord (23)	0,8	-3,0	4,1	3,7
Europe Emergente (12)	2,5	-2,0	4,9	3,6
Amérique Latine et Caraïbes (32)	0,1	-7,0	5,8	3,2
Brésil	1,4	-4,1	5,3	1,9
Mexique	-0,2	-8,3	6,3	4,2
CEI (12)	1,9	2,4	2,3	2,2
Russie	2,0	-3,0	4,4	3,1

Sources : FMI Juillet 2021, Covéa Finance

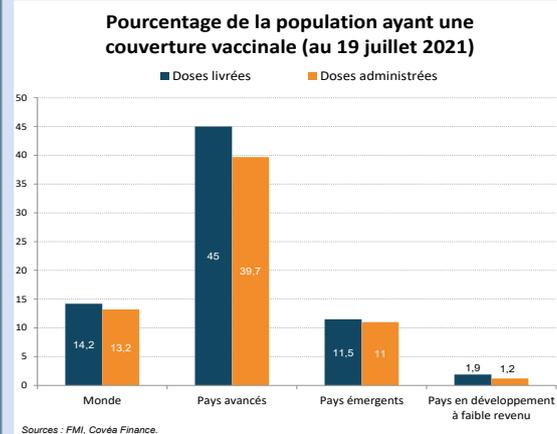
supplémentaires aux États-Unis, conformes à l'ampleur cumulée du plan pour l'emploi américain (*American Jobs Plan*) et du plan pour les familles américaines (*American Families Plan*) de l'administration Biden, plans actuellement en négociation. Le montant final du soutien budgétaire américain pourrait donc être moindre en fonction des négociations. Le FMI a également revu à la hausse les projections de croissance pour le Royaume-Uni et l'Italie.

Du côté des pays émergents et en voie de développement, le FMI prévoit une croissance de 6,3% en 2021 soit une révision à la baisse de 0,4 point de pourcentage par rapport aux projections précédentes. Cette révision à la baisse traduit, pour grande partie, la dégradation significative des perspectives économiques indiennes. La croissance devrait y atteindre 9,5% en 2021, une révision à la baisse de 3 points de pourcentage. Le FMI revoit également à la baisse les projections de croissance pour la Chine (8,1% en 2021, soit une baisse de 0,3 points de base) et de l'ASEAN. Pour l'Inde, comme pour l'ASEAN, cette dégradation traduit la dégradation significative de la situation sanitaire et ses conséquences sur les économies.

Pour le FMI, l'accroissement de ces divergences tient principalement à deux facteurs. Tout d'abord, le Fonds Monétaire International observe un accroissement des écarts dans la réponse à la pandémie. Ainsi, au 19 juillet 2021, le pourcentage de la population ayant reçu une couverture vaccinale complète atteint près de 40% dans les pays avancés contre 11% pour les pays émergents et 1,2% pour les pays en voie de développement à faible revenu. Dans un contexte sanitaire encore incertain, marqué par le développement de nombreux variants, cet écart constitue un facteur de vulnérabilité importante.

Deuxièmement, les divergences en matière de soutien budgétaire constituent un autre point de fracture. Les pays développés continuent de bénéficier d'un soutien budgétaire considérable, qui devrait s'étaler en 2021 et en 2022 tandis que, au sein des pays émergents et en voie de développement, la plupart des mesures de soutien sont arrivées à échéance en 2021. Le FMI note par ailleurs que de nombreux pays émergents ont entrepris d'augmenter leur taux directeur pour prévenir les pressions à la hausse sur les prix.

En ce qui concerne l'inflation, le FMI considère, à l'instar des autres institutions internationales et des banques centrales, que les pressions récentes sur les prix sont le fruit des évolutions inhabituelles liées à la pandémie et d'un décalage temporaire entre l'offre et la demande. Le Fonds Monétaire international considère donc que l'inflation devrait retrouver ses niveaux d'avant crise dans la plupart des pays développés. Le FMI note toutefois que des incertitudes



existent quant à la persistance de ces pressions passagères.

Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		mars-21	avr.-21	mai-21	juin-21	juil.-21	août-21	
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	1,5	17,5	16,1	9,8			
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	9,6	25,5	15,0	9,2			
	Créations / Destructures nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	785	269	583	850			
	Exportations (volume, CVS, GA%)	4,8	31,9	34,4				
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	4,3	0,3	1,9	3,6			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	2,6	4,2	5,0	5,4			
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, Mds €)	4778,7	4756,4	4758,8	4754,4		
		Taux de chômage (%de la population active)	8,1	8,1	8,0	7,7		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,3	1,6	2,0	1,9	2,2	
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	104,1	103,2	103,8	103,4	101,8	
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	7,8	7,5	-0,2	4,6		
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	29,2	80,7	54,3			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	12,8	47,9	36,6			
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	104,5	106,4	106,7	107,4		
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	-3,1	3,1	5,7	4,2	4,6	
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	16,7	31,7	7,6	-2,4		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	14,3	44,2	20,5			
	Italie	Exportations (valeur, CVS, GA%)	12,7	70,5	40,6			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	38,1	77,8	21,2			
		PMI Manufacturier (Indice)	59,8	60,7	62,3	62,2	60,3	
	Espagne	Exportations (valeur, CVS, GA%)	22,3	96,3	38,4			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	12,9	48,2	26,0			
		PMI Manufacturier (Indice)	56,9	57,7	59,4	60,4	59,0	
	Royaume-Uni	Exportations (valeur, CVS, GA%)	27,8	75,7	56,6			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	3,1	27,2	20,5			
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	7,0	42,2	24,7	9,8		
Asie	Inflation (prix à la consommation, GA%)	0,7	1,5	2,1	2,5			
	Japon	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	6,9	13,0	11,0			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	13,4	37,2	51,1	47,1		
		Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	0,6	1,4	1,9			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-0,1	-0,5	-0,1	0,2		
Chine	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	14,1	9,8	8,8	8,3			
	Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	68,1	51,1	39,0	29,4			
	Importations (valeur, NCVS, GA%)	38,5	43,3	50,8	36,8			
Autres émergents	Brésil	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	8,5	32,3	24,1			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	6,1	6,8	8,1	8,4		
	Russie	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	2,3	7,7	12,3	10,6		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	5,8	5,5	6,0	6,5		

17/06/2021 date de nos dernières Perspectives Economiques et Financières

CVS : données corrigées des variations saisonnières, NCVS : données non corrigées des variations saisonnières

Sources : Thomson Reuters, Covéa Finance

Tableaux synthétiques

INDICATEURS DE MARCHES			31/12/20	17/06/21	30/07/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 17/06/21 (% ou pbs)*
Marchés obligataires	Taux directeurs (%)	Fed	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		BOJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	0,50	0,50	0,50	0,00	0,00
		Brésil	2,00	4,25	4,25	2,25	0,00
		Russie	4,25	5,50	6,50	2,25	1,00
		Inde	4,00	4,00	4,00	0,00	0,00
		Chine	4,35	4,35	4,35	0,00	0,00
	Taux souverains 10 ans (%)	Etats-Unis	0,91	1,50	1,22	0,31	-0,28
		France OAT	-0,34	0,16	-0,11	0,23	-0,26
		Allemagne	-0,57	-0,20	-0,46	0,11	-0,27
		Italie	0,54	0,82	0,62	0,08	-0,20
		Royaume-Uni	0,20	0,78	0,57	0,37	-0,21
		Japon	0,02	0,06	0,02	0,00	-0,04
		Corée du Sud	1,73	2,08	1,87	0,14	-0,21
		Brésil	3,22	3,71	3,77	0,55	0,06
		Russie	6,01	7,09	6,82	0,81	-0,28
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,9	245,8	0,68	1,19
Marchés des changes	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,19	1,19	-2,8	-0,3
		Sterling	0,89	0,86	0,85	-4,5	-0,2
		Yen	126,2	131,2	130,2	3,2	-0,8
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1130	1150	5,3	1,8
		Real brésilien	5,2	5,0	5,2	0,3	4,1
		Rouble	74,0	72,3	73,1	-1,2	1,1
		Roupie indienne	73,1	73,3	74,4	1,9	1,5
		Yuan	6,5	6,4	6,5	-1,0	1,0
Marchés actions	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	4222	4395	17,0	4,1
		Japon - Nikkei 300	382	413	397	4,0	-3,7
		France - CAC 40	5551	6666	6613	19,1	-0,8
		Allemagne - DAX	5954	6653	6570	10,4	-1,2
		Zone euro - MSCI EMU	128	149	148	15,1	-0,6
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	7153	7032	8,9	-1,7
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3265	3202	13,5	-1,9
		Brésil - Bovespa	119409	128057	121801	2,0	-4,9
		Russie - MICEX	3275	3819	3772	15,2	-1,2
		Inde - SENSEX	47751	52502	52587	10,1	0,2
		Chine - Shanghai	3473	3518	3397	-2,2	-3,4
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28437	25961	-4,7	-8,7
		MSCI - BRIC	1296	1350	1241	-4,3	-8,1
	Euro	S&P (€)				20,4	4,4
		Nikkei 300 (€)				0,7	-3,0
		FTSE 100 (€)				14,0	-1,5
Matières premières	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	633	547	13,0	-13,6
		Indice CRB**	444	555	562	26,7	1,4
	Énergétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	73	76	47,4	4,4
		Prix de l'once d'Or	1895	1774	1813	-4,4	2,2
	Métaux précieux	Prix de la tonne de cuivre	7766	9316	9728	25,3	4,4

*Variations en points de base (pbs) pour les taux souverains et les taux directeurs

**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.

17/06/2021: date de nos dernières Perspectives Économiques et Financières

Sources : Covéa Finance, Bloomberg

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.