

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

23 juin 2025

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Matérialisation

Nos Perspectives Économiques et Financières sont présentées cette semaine. Depuis de nombreuses années nous y dépeignons une évolution du monde faite de tensions qui s'intensifient, de conflits dont l'occurrence s'accélère. Le politique est au cœur de ces bouleversements, le multilatéralisme fait place au multirégionalisme, le libre-échange est battu en brèche par les quêtes de souveraineté des Etats. La concurrence est distordue par les réglementations, normes, barrières à l'entrée et subventions. L'inflation se nourrit de ces transformations et réduit les latitudes des Banques centrales. Les conditions de financement se durcissent alors même que les modèles des entreprises doivent être adaptés à ces nouveaux impératifs.

Les semaines qui se sont écoulées depuis notre dernière présentation ont largement confirmé ces inclinaisons.

Aux Etats-Unis, la nouvelle administration, se conformant à la ligne directrice tracée par les précédentes, favorise une approche bilatérale afin de réduire ses dépendances et fragilités, d'encourager le rapatriement des industries et de freiner la montée en puissance du rival chinois. Cette politique s'articule autour de la mise en place de droits de douane, de la réduction des dépenses publiques (y compris militaires), de déréglementations et d'une réévaluation de la place du dollar.

L'Union européenne, dans le sillage de l'Allemagne qui tente d'en redevenir la locomotive, élabore des plans dont l'objectif est de stimuler l'investissement et l'essor de l'Industrie de Défense. Mais les espoirs nés de ces annonces seront confrontés, dans les prochaines semaines, aux défis de leur mise en place. L'élection chaotique du chancelier Merz est un premier avertissement.

L'escalade des annonces de droits de douane ainsi que la résurgence du conflit au Moyen-Orient entre Israël et l'Iran illustrent, quant à eux, combien cette mutation du monde génère des effets durablement inflationnistes avec lesquels les autorités monétaires doivent composer.

Les conséquences économiques de cet environnement alimentent la volatilité des marchés financiers. Elles offrent surtout des opportunités sur de nombreuses classes d'actifs que nous tâcherons de saisir dans les prochaines semaines.

## Sommaire

**Analyse de l'évolution des marchés** p2

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

**Suivi Macroéconomique** p6

Etats-Unis  
Europe  
Asie

Jacques-André Nadal

Directeur adjoint des gestions



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	20/06/25	27/03/25	T-12 mois	27/03/25	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,152	1,080	1,070	6,7 	7,7 
€ / €	0,857	0,834	0,846	2,7 	1,3 
€ / Yen	168,34	163,15	170,09	3,2 	-1,0 
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	77	74	86	4,0 	-10,2 
Indice CRB*	565	544	544	3,8 	3,8 
Prix de l'once d'Or	3 368	3 061	2 354	10,0 	43,1 
Prix de la tonne de cuivre	9 634	9 847	9 858	-2,2 	-2,3 
Indice Baltic Dry**	1 689	1 621	1 984	4,2 	-14,9 
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1 870	2 332	3 476	-19,8 	-46,2 

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

# Analyse de l'évolution des marchés

## Analyse de l'évolution des marchés

### Obligataire : le regard du gérant

#### L'analyse des marchés :

Le contexte géopolitique de plus en plus tendu et le retour des risques inflationnistes ont eu un impact limité sur les taux souverains la semaine dernière. Des deux côtés de l'Atlantique, les taux clôturent quasi inchangés : le taux à 10 ans américain perdait 2 points de base (pb) à 4,38%, les taux allemands et français baissaient de 2 pb et 1 pb à respectivement 2,52% et 3,25%. En revanche, l'Italie prenait 1 pb à 3,50%, creusant son écart contre l'Allemagne de 3 pb à 98 pb. Sur le crédit, les primes de risque des indices « cash » résistaient avec une meilleure tenue de la catégorie Investissement qui était stable à 97 pb contre un écartement de 8 pb à 332 pb pour la catégorie Haut Rendement. Malgré le calendrier de la semaine chargé, le marché primaire est resté actif. Les émetteurs non financiers ont émis 19,6 Mds€, dont 8,8 Mds€ sur le segment Haut Rendement. Par exemple, SEB SA a émis une obligation de maturité cinq ans pour 500 M€, à un taux de 3,72% et une prime à OAT+114 pb.

#### Le Focus de la semaine : Supprimer l'IORB ? Des risques pour la stabilité du marché et pour la politique monétaire de la Fed

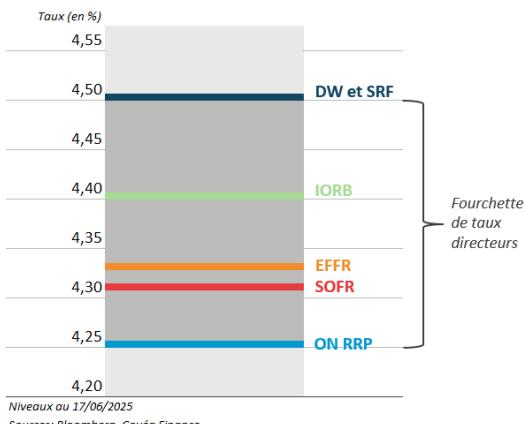
Le sénateur républicain Ted Cruz a récemment déclaré que la Réserve Fédérale avait versé un montant d'intérêts important aux banques au cours des dernières années et qu'une des stratégies pour réduire le déficit budgétaire des Etats-Unis serait de supprimer l'IORB (Interest On Reserve Balances). Il s'agit du taux d'intérêt payé aux banques sur leurs réserves déposées au jour le jour auprès de la Fed. Rappelons qu'avant la crise financière de 2007-2008, la Fed achetait et vendait des titres pour augmenter ou diminuer les réserves bancaires dans le but d'orienter les taux d'intérêt. C'était un système dit de « corridor ». Ce système fonctionnait bien dans un contexte de réserves bancaires limitées.

En 2008, pour venir en soutien au système financier vacillant, la Fed s'est mise à injecter massivement de l'argent et les réserves bancaires sont devenues si abondantes que le système de corridor a perdu de son efficacité. Pour maintenir sa capacité à contrôler les taux courts (notamment le taux effectif des Fed Funds<sup>1</sup>), l'institution a commencé à rémunérer les réserves bancaires, créant ainsi un ancrage pour les taux des marchés monétaires et interbancaires, un nouveau système dit de « plancher ». Les banques sont donc incitées à ne pas prêter à un taux inférieur à celui rémunérant le placement de leurs liquidités à la Fed. L'IORB est ainsi devenu le premier taux administré de la Fed.

Par la suite, la Fed a créé un deuxième taux administré destiné aux institutions financières non bancaires, comme les fonds monétaires. Mis en place en 2013, l'ON RRP (Overnight Reverse Repurchase Agreements) permet de placer des liquidités à la Fed en échange de titres en garantie, renforçant ainsi le plancher des taux courts. Aujourd'hui, le taux IORB est de 4,40%, 10 points de base sous la borne haute des taux directeurs. L'ON RRP est de 4,25%, au même niveau que la borne basse. Supprimer l'IORB changerait drastiquement la stratégie de gestion des liquidités des banques. Elles seraient incitées à détenir moins de réserves et augmenteraient leur demande pour des alternatives hautement liquides comme les titres du Trésor, entraînant ainsi des pressions à la baisse sur leur taux mais aussi plus de volatilité lors des périodes clés (fin de trimestre, période de paiement des impôts...). La Fed perdrait une partie de sa capacité à contrôler les taux, ce qui affecterait la transmission de sa politique monétaire. Par ailleurs, les liquidités risquent de migrer des banques vers les acteurs non-bancaires, finissant au solde de la facilité du RRP. Dans ce cas, la Fed paierait toujours des intérêts et se retrouverait à davantage compter sur les entités non-bancaires pour transmettre la politique monétaire.

Un tel changement impliquerait de revenir à un régime de faibles réserves faisant peser un risque sur la stabilité du marché, notamment avec une hausse des profils de risque des banques et une réduction de la résilience globale du système bancaire. Dans l'ensemble, cette déclaration va à l'encontre de la volonté affichée de la Fed : rester dans un univers de réserves relativement abondantes et diminuer le recours à l'ON RRP. Bien que peu probable, une modification de ce type aurait des conséquences majeures, rappelant l'importance de suivre avec attention les marchés monétaires comme mis en avant dans nos Perspectives Économiques et Financières.

<sup>1</sup>EFFR (Effective Fed Funds Rate) : mesure le coût des emprunts interbancaires en dollars non garantis au jour le jour.



Mathilde Gazier

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)				Pente* (en pb)	
	20/06/25	J-7	27/03/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/03/25	31/12/24	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
	Taux directeurs					Variations (en pb)					
Réserve Fédérale Américaine	4,50	4,50	4,50	4,50	5,50	0,00	0,00	0,00	-1,00	47	51
BCE - Taux Repo	2,15	2,15	2,65	3,15	4,25	0,00	-0,50	-1,00	-2,10	67	45
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	2,50	3,00	3,75	0,00	-0,50	-1,00	-1,75	110	74
Banque d'Angleterre	4,25	4,25	4,50	4,75	5,25	0,00	-0,25	-0,50	-1,00	139	83
Banque du Japon	0,50	0,50	0,50	0,25	0,10	0,00	0,00	0,25	0,40	62	73
	Taux 10 ans					Variations (en pb)				Pente* (en pb)	
Etats-Unis	4,38	4,40	4,36	4,57	4,26	-2	2	-19	12	47	51
Allemagne	2,52	2,54	2,77	2,37	2,43	-2	-26	15	9	67	45
France	3,25	3,25	3,47	3,20	3,20	-1	-22	5	5	110	74
Italie	3,50	3,48	3,88	3,52	3,95	1	-38	-2	-45	139	83
Royaume-Uni	4,54	4,55	4,78	4,57	4,07	-1	-25	-3	47	62	73
Japon	1,40	1,41	1,59	1,10	0,96	-1	-19	30	44	67	151
	Crédit					Variations (en pb)					
Indice Itraxx Main	59,2	57,6	61,0	57,7	62,7	1,6	-1,8	1,6	-3,4		
Indice Itraxx Crossover	304,0	298,0	316,9	313,1	327,8	6,0	-12,8	-9,0	-23,8		

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

# Analyse de l'évolution des marchés

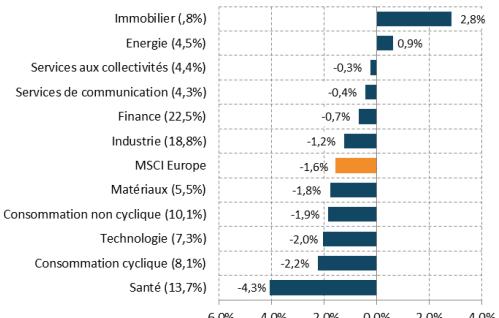
## Analyse de l'évolution des marchés

### Actions Europe : le regard du gérant

#### L'analyse des marchés :

La semaine passée, le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) enregistre un repli de -1,6%, en raison des tensions géopolitiques persistantes au Moyen-Orient et d'inquiétudes renouvelées sur la politique commerciale américaine. Dans ce contexte, les performances sectorielles sont très contrastées. L'immobilier (+2,2%) arrive en tête pour son profil défensif. Le secteur de l'énergie (+0,8%) s'inscrit également en territoire positif, soutenu par la hausse du prix du pétrole. L'ensemble des autres secteurs clôturent en territoire négatif. La santé (-4,3%) affiche la plus forte baisse hebdomadaire, pénalisée par la baisse de Novo Nordisk et par les craintes concernant de futures annonces américaines sur des droits de douane spécifiques au secteur. La consommation cyclique (-2,3%) et non cyclique (-1,9%), la technologie (-2,0%) et les matériaux (-1,8%) reculent également nettement. Les secteurs les moins sensibles à cet environnement tels que les services aux collectivités (-0,3%) et la communication (-0,4%) limitent leur baisse. La dispersion sectorielle observée cette semaine traduit un marché incertain dont les foyers de volatilité qui perdurent.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 13/06/2025 au 20/06/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

#### Le Focus de la semaine : IA et souveraineté—les maillons industriels clés du nouveau rapport de force technologique

Du sommet de l'Action pour l'IA (intelligence artificielle), en février, à VivaTech en juin, l'année 2025 confirme la place prépondérante de l'IA dans les discours politiques, industriels et stratégiques. VivaTech, une des vitrines de l'ambition technologique européenne, a mis en lumière la volonté du continent de reprendre la main sur des infrastructures jugées critiques, avec notamment le lancement de Mistral Compute, plateforme « cloud » européenne.

Malgré cette annonce, un constat s'impose : l'Europe reste en retrait sur les modèles d'IA eux-mêmes, aujourd'hui dominés par les États-Unis et la Chine. Les propositions européennes comme Mistral peinent encore à rivaliser à l'échelle mondiale.

La souveraineté numérique européenne se joue donc ailleurs : dans les infrastructures notamment pour l'énergie, les données, là où les entreprises cotées du continent disposent d'avantages compétitifs. Des groupes comme Schneider Electric, Legrand ou Prysmian se positionnent déjà comme des acteurs essentiels du déploiement de l'IA à l'échelle industrielle. Le parcours boursier de ces titres reflète d'ailleurs leur sensibilité à cette thématique. Ces entreprises répondent au premier enjeu soulevé par le développement de l'IA qu'est l'énergie : besoins croissants en électricité, refroidissement des centres de données et ressources critiques, autant de défis incontournables pour accompagner l'essor de l'IA ... mais également autant de sujets qui mettent sous tension les objectifs climatiques.

Le deuxième est réglementaire : avec « l'AI Act », l'Europe cherche à encadrer l'usage de l'IA tout en préservant l'innovation, mais l'équilibre reste fragile. Certains groupes, tels que SAP, par son exposition aux couches logicielles stratégiques ou Capgemini, à mesure que l'IA se diffusera au sein des entreprises, pourraient en bénéficier.

Dans ce contexte, l'Union européenne structure une riposte industrielle, à travers plusieurs initiatives visant à renforcer son autonomie technologique. Le projet Gaia-X sur le « cloud » souverain, le programme « Décennie numérique », ou encore le lancement récent du label Finance Europe, qui vise à canaliser l'épargne vers les entreprises stratégiques du continent, traduisent une volonté affirmée de construire un socle technologique indépendant et sûr.

Dans le monde de plus en plus conflictuel que nous décrivons dans nos Perspectives Économiques et Financières, la souveraineté devient ainsi un prisme d'analyse structurant pour les investisseurs. Elle redéfinit les rapports de force entre régions, modifie les chaînes de valeur et pourrait mener à la revalorisation de certaines expertises industrielles européennes. Dans ce contexte, nous analysons la diffusion de l'IA au sein des économies et privilégiions les entreprises positionnées sur des maillons critiques de la chaîne IA. Ces sociétés, souvent incontournables dans l'écosystème technologique européen, jouent un rôle central dans la diffusion et l'industrialisation des usages, et pourraient s'imposer comme les bénéficiaires d'un nouvel équilibre technologique et de la souveraineté.

Margot Lièvre-Cormier

Gérante OPC Actions Europe



Actions Europe	20/06/25	Niveaux				J-7	Variation (en %)	sur 12 mois
		27/03/25	31/12/24	T-12 mois				
MSCI EMU	177,9	179,8	179,3	163,2	164,4	-1,1	-0,8	-8,2
MSCI EMU Mid Cap	1 234,2	1 243,1	1 179,9	1 056,7	1 035,3	-0,7	4,6	19,2
MSCI EMU Small Cap	489,5	495,3	448,5	390,5	421,6	-1,2	9,1	16,1
MSCI Europe	179,4	182,3	183,0	169,9	174,2	-1,6	-2,0	3,0
France CAC 40	7 589,7	7 684,7	7 990,1	7 380,7	7 671,3	-1,2	-5,0	-1,1
Allemagne DAX 30	8 748,3	8 810,4	8 687,3	7 648,6	7 012,8	-0,7	0,7	24,7
Italie MIB	39 231,4	39 438,8	39 098,9	34 186,2	33 675,2	-0,5	0,3	16,5
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 774,7	8 850,6	8 666,1	8 173,0	8 272,5	-0,9	1,3	6,1
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 244,2	10 399,3	10 389,7	9 877,2	9 783,9	-1,5	-1,4	4,7

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Analyse de l'évolution des marchés

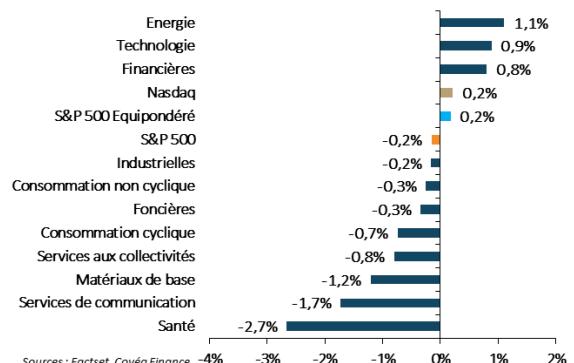
### Actions Internationales : le regard du gérant

#### L'analyse des marchés :

**En Asie**, les performances ont été particulièrement disparates sur la semaine. Les pays d'Asie du Nord affichent les meilleures performances, la Corée du Sud et le Japon parvenant à terminer la semaine en hausse, tandis que les pays d'Asie du Sud-Est, tels que l'Indonésie et la Thaïlande, reculent sensiblement. La Corée du Sud notamment continue de progresser dans un contexte de risque politique écarté depuis l'élection du nouveau président. Parmi les éléments transverses cette semaine, notons que le Japon et l'Union européenne prévoient d'intensifier la coopération entre leurs industries de défense. Pour le Japon, cette initiative représente une occasion d'augmenter les capacités de production de son industrie de défense et d'accroître son efficacité technologique tandis que l'UE s'efforce d'établir une chaîne d'approvisionnement stable. Dans les secteurs stratégiques, Taïwan a ajouté Huawei et SMIC à sa liste dite « noire », interdisant à ces entreprises d'expédier des produits sans l'approbation des autorités de régulation, dans un contexte de tensions croissantes avec la Chine.

**Aux Etats-Unis**, le marché termine la semaine en baisse impacté par l'incertitude géopolitique découlant de l'escalade du conflit au Moyen-Orient et des données macroéconomiques décevantes (recul important des ventes au détail et production industrielle atone). Dans ce contexte, le secteur de l'énergie affichait la meilleure performance soutenue par la hausse des prix du pétrole. Au sein du secteur financier, le secteur bancaire bénéficiait des espoirs d'assouplissement du ratio de levier supplémentaire amélioré (ESLR) alors que les leaders des paiements Visa et Mastercard étaient pénalisés par l'adoption par le Sénat de la loi « GENIUS Act » qui vise à réglementer les stablecoins. Dans le secteur de la consommation, les géants alimentaires Kraft Heinz et General Mills ont annoncé retirer les colorants artificiels de l'ensemble de leurs produits destinés au marché américain d'ici la fin de 2027. Des décisions qui font suite à la présentation par le nouveau ministre de la santé, Robert F. Kennedy Jr., de plans visant à éliminer les colorants alimentaires synthétiques de l'approvisionnement alimentaire aux Etats-Unis. Enfin, sur la thématique de la relocalisation, le producteur de semiconducteurs analogues et microcontrôleurs Texas Instruments a annoncé \$60 milliards d'investissement dans des sites de production aux États-Unis.

Performances sectorielles en USD du Standard and Poor's 500 du 13/06/2025 au 20/06/2025 (en %)



#### Le Focus de la semaine : Microsoft et OpenAI - la quête de l'indépendance

Alors que les États placent la souveraineté et l'indépendance au cœur de leurs priorités, l'évolution du partenariat entre Microsoft et OpenAI nous montre que les géants technologiques sont aussi en quête d'autonomie et de réduction de leurs dépendances mutuelles. Pour rappel, en 2019, Microsoft investissait 1 milliard de dollars dans la startup OpenAI, obtenant en échange un accès privilégié à ses infrastructures informatiques (des investissements qui se sont poursuivis pour atteindre 13 milliards). De son côté, Microsoft récupère l'exclusivité sur les API (connexion entre OpenAI et d'autres logiciels), une partie des profits et l'intégralité de sa propriété intellectuelle jusqu'à 2030.

Aujourd'hui, OpenAI cherche à sémanciper. D'abord l'entreprise change de structure juridique (tout en maintenant le contrôle final au sein d'une entité à but non lucratif). Ainsi, sa branche commerciale évolue vers un statut de société d'intérêt public lui permettant de lever le plafond sur les bénéfices de son ancienne structure juridique. L'objectif est de lever les freins à une potentielle introduction en Bourse et d'attirer de nouveaux investisseurs au-delà de Microsoft (notamment Softbank). Parmi les autres leviers d'indépendance, la diversification dans l'accès aux puissances de calcul est au cœur des enjeux pour OpenAI. La société vient donc de signer un partenariat avec CoreWeave qui lui donne un accès direct à une puissance de calcul pour entraîner ses modèles, sans avoir à passer par Microsoft. En parallèle, le projet Stargate, porté principalement par OpenAI, SoftBank et Oracle, prévoit la construction d'infrastructures dédiées à l'IA à hauteur de 500 milliards de dollars sur quatre ans, une avancée stratégique vers l'indépendance technologique. Enfin, en mai dernier, OpenAI signait un accord avec Alphabet pour utiliser son infrastructure informatique : un véritable mariage de la carpe et du lapin, quand on sait que leurs IA respectives (ChatGPT et Gemini) sont en compétition directe.

De son côté, Microsoft multiplie aussi les initiatives pour réduire sa dépendance à OpenAI : d'abord, en rendant le fonctionnement de ses outils bureautiques IA appelés Copilot indépendante de la technologie sous-jacente (qui utilisaient exclusivement les technologies d'OpenAI). Ensuite, en rendant ses infrastructures informatiques accessibles à d'autres modèles d'IA que ceux d'OpenAI (Meta, Mistral, xAI, DeepSeek ...). Enfin, en recrutant une figure majeure de l'IA, Mustafa Suleyman, cofondateur de DeepMind (racheté par Alphabet), pour renforcer son savoir-faire en IA sur le sujet.

Que ce soit pour OpenAI ou pour Microsoft, toutes ces manœuvres poursuivent l'objectif de sécuriser l'accès à leurs ressources les plus critiques : infrastructure, capital et compétences. En somme, c'est une nouvelle quête de « souveraineté » qui s'esquisse.

Stéphane Darrasse

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)					en €			
	20/06/25	J-7	27/03/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/03/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/03/2025	31/12/24	T-12 mois	
Etats-Unis - S&P500	5 968	5 977	5 693	5 882	5 473	-0,2	4,8	1,5	9,0	0,1	-1,7	-8,8	1,3	1,1%
Etats-Unis - Dow Jones	42 207	42 198	42 300	42 544	39 135	0,0	-0,2	-0,8	7,8	0,2	-6,5	-10,9	0,2	0,2%
Etats-Unis - Nasdaq	19 447	19 407	17 804	19 311	17 722	0,2	9,2	0,7	9,7	0,4	2,4	-9,5	1,9	1,9%
Japon Nikkei 300	594	593	603	604	582	0,3	-1,5	-1,7	2,2	-0,9	-4,5	-4,9	3,3	3,3%
Corée du Sud KOSPI	3 022	2 920	2 607	2 399	2 808	3,5	15,9	25,9	7,6	3,1	16,0	21,9	1,2	1,2%
Chine - Shanghai	3 360	3 377	3 374	3 352	3 005	-0,5	-0,4	0,2	11,8	-0,4	-5,7	-8,5	5,0	5,0%
Hong Kong Hang Seng	23 530	23 893	23 579	20 060	18 335	-1,5	-0,2	17,3	28,3	-1,3	-7,3	4,3	18,5	18,5%
Marchés Emergents - MSCI	1 190	1 190	1 131	1 075	1 096	0,0	5,2	10,6	8,6	0,2	-1,3	-0,6	0,9	0,9%

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Analyse de l'évolution des marchés

### Le regard de l'analyste

#### Le secteur des spiritueux en eaux troubles

A la suite d'une période de croissance exceptionnelle post-Covid caractérisée par un retour de la consommation hors domicile et différentes mesures gouvernementales visant à soutenir la consommation des ménages, les acteurs du marché des spiritueux doivent désormais composer avec un environnement macroéconomique et géopolitique incertain. L'inflation persistante, la volatilité des devises et les menaces de taxation fragilisent les marges et complexifient les arbitrages d'investissement.

Dans ce contexte, les changements de comportement des consommateurs deviennent un enjeu central. Le jeune consommateur, moins enclin à consommer de l'alcool, oblige les marques à repenser leur offre en développant des produits sans alcool, des cocktails prêts à boire et des expériences de consommation plus saines. Cette évolution des usages s'inscrit dans un cadre géopolitique de plus en plus incertain entraînant la mise en place de taxations supplémentaires notamment sur deux des principaux marchés du secteur, la Chine et les États-Unis. Le premier a pris la décision d'imposer des droits de douane provisoires de 35% sur les eaux-de-vie européennes en représailles à la taxation des importations de véhicules électriques chinois en Europe tandis que le second a fixé une taxe temporaire de 10% sur l'ensemble des importations européennes et britanniques.

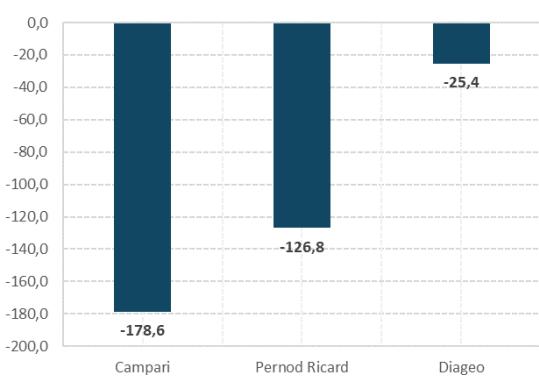
Face à cet environnement, les principaux acteurs du secteur des spiritueux poursuivent des stratégies de simplification organisationnelle visant à renforcer leur efficacité opérationnelle et leur flexibilité. C'est notamment le cas de Campari, qui a annoncé en février un plan de réduction des coûts, faisant suite à la réorganisation de ses activités en « Maisons de marques » à la fin de l'année 2024. Ce nouveau modèle, déjà amorcé avec la création de la Maison du Cognac et du Champagne, s'est élargi pour inclure la Maison des Apéritifs, la Maison du Whisky et du Rhum, ainsi que la Maison de la Tequila. Cette segmentation vise à centraliser les initiatives marketing tout en rationalisant les dépenses et en alignant les ressources sur les spécificités de chaque catégorie de produits. Dans le cadre de ce repositionnement, le Groupe devrait réduire ses effectifs de 10%, soit environ 500 postes. Ces deux principales mesures ont pour objectif de diminuer le ratio de frais de vente, généraux et administratifs (SG&A) sur chiffre d'affaires de 200 points de base d'ici 2027. Par ailleurs, Campari envisage des cessions d'actifs ciblées afin de désendetter le groupe, une stratégie qui fait écho à celle de Diageo, leader britannique du secteur, qui a récemment dévoilé un plan de réduction des coûts de 500 millions de dollars assorti de cessions substantielles d'ici 2028.

A son tour, Pernod Ricard a récemment présenté un projet de réorganisation visant à rationaliser et simplifier sa structure opérationnelle. Communiqué à l'ensemble des collaborateurs la semaine dernière, ce plan prévoit le passage de cinq divisions actuelles à deux entités distinctes, baptisées Gold et Crystal. La première regrouperait les marques premium à fort potentiel de vieillissement, telles que les champagnes, whiskys et cognacs, tandis que la seconde intégrerait les apéritifs, rhums (notamment Havana Club) et vodkas (Absolut). Ce plan viserait également à centraliser les fonctions administratives, en remplacement d'une gestion actuellement décentralisée au niveau des marques, ce qui pourrait, à terme, entraîner des départs liés à la rationalisation des effectifs.

D'autres acteurs majeurs du secteur ont récemment adopté des mesures similaires, à l'image de Rémy Martin, filiale de Rémy Cointreau, particulièrement exposée aux sanctions commerciales chinoises, qui a eu recours au chômage partiel, ou encore de Moët Hennessy, la division vins et spiritueux de LVMH, qui a annoncé en avril la suppression de 1 200 postes (12% des effectifs) dans le cadre d'un plan d'ajustement de ses effectifs.

Dans un environnement marqué par une incertitude géopolitique persistante et une normalisation progressive des dynamiques de consommation, les acteurs du secteur des spiritueux doivent désormais composer avec un changement de paradigme stratégique. Après avoir largement capitalisé sur l'effet prix pour soutenir la croissance de leur chiffre d'affaires, ils sont désormais confrontés à un ralentissement des volumes et à un retour du Politique qui pèsent directement sur leurs marges opérationnelles. Dans ce contexte, la priorité se déplace vers une gestion rigoureuse de l'efficacité opérationnelle, la maîtrise des coûts et l'optimisation du portefeuille de produits. L'identification des entreprises en capacité de s'adapter en conciliant discipline financière et agilité organisationnelle reste au cœur de nos Perspectives Economiques et Financières.

Variation de la marge d'EBE  
(en points de base, S2 2023 vs S2 2024)



Ludovic Martins

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« La Réserve fédérale prolonge le statu quo face à un contexte incertain »

**La Réserve fédérale a maintenu à l'unanimité sa fourchette cible du taux directeur à [4,25% ; 4,5%]**, comme attendu, lors de sa réunion de juin. Face au haut degré d'incertitude entourant la politique commerciale américaine, le comité de politique monétaire estime être bien positionné pour attendre et évaluer les impacts des droits de douane. Ce manque de visibilité se manifeste par une polarisation croissante des vues au sein du comité quant à la future orientation du taux directeur : huit membres envisagent deux baisses de taux de 0,25% d'ici la fin d'année, tandis que sept autres ne prévoient aucune baisse de taux. Le président de la Réserve fédérale Jerome Powell a maintenu un ton relativement confiant sur l'orientation actuel du marché du travail, ce qui permet de maintenir une position d'attente. La mise à jour des prévisions économiques de la Réserve fédérale décrit un ralentissement de l'économie américaine, sans

décrochage brutal (croissance du PIB à 1,4% en 2025, contre 1,7% en mars dernier). L'inflation, mesurée par l'indice des prix des dépenses personnelles de consommation, a été révisée en hausse à 3% fin 2025, contre 2,7% précédemment. Le taux de chômage remonterait légèrement d'ici la fin d'année à 4,5%. Avec cette prolongation du statu quo, pour la 4ème fois consécutive, Jerome Powell s'est une nouvelle fois attiré les critiques de Donald Trump qui appelle à une baisse immédiate et massive des taux directeurs. En fin de semaine, le gouverneur Christopher Waller, candidat potentiel pour succéder à Jerome Powell à la fin de son mandat de Président en mai 2026, a semblé plus ouvert à un assouplissement à court terme, évoquant la possibilité d'un mouvement lors de la réunion de juillet.

Les ventes au détail ont reculé plus fortement qu'attendu en mai, de 0,9% en glissement mensuel, sous l'effet d'une chute de 3,5% des ventes de véhicules, contre coup de l'accélération des achats qui avait été relevée en mars en anticipation des droits de douane. Les ventes de matériaux de construction reculent par ailleurs de 2,7% sur le mois, tout comme les ventes de carburants (-2%), ce qui reflète essentiellement une baisse des prix. Les ventes ont été en revanche soutenues pour le mobilier (+1,2%) et les articles de sports et loisirs (+1,3%). Le groupe de contrôle (hors carburant, véhicule, matériaux de construction et restauration), qui permet d'approcher la dynamique sous-jacente des dépenses, est bien orienté avec une croissance mensuelle de +0,3%. **En rythme annuel, ce segment affiche une croissance de 5% en valeur, et témoigne d'une consommation résiliente, malgré le contexte économique incertain.**

**Dans l'industrie, la dynamique reste faible.** La production totale a reculé de 0,2% en mai, tandis que la production manufacturière progressait légèrement de 0,1%. Par sous-secteur, on relève une accélération des équipements de transport, en particulier les véhicules (+4,9% sur le mois), compensée par un repli de la production de machines et équipements (-1%). En rythme annuel, la production manufacturière affiche une croissance modeste de 0,5%, les mines au contraire restent bien orientées avec une croissance annuelle de la production de près de 3%.

\*Du 16/06/2025 au 22/06/2025  
Sources : US Census Bureau, Datastream, Calcul Covéa Finance

Dernier point : mai 25

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	mai-25	0,6	1,4	0,2
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	mai-25	-1,0	-2,5	-10,0
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	mai-25	-4,6	0,5	-8,4
Ventes au détail	Val, CVS, GA%	mai-25	3,3	5,0	3,5

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

sur le mois), compensée par un repli de la production de machines et équipements (-1%). En rythme annuel, la production manufacturière affiche une croissance modeste de 0,5%, les mines au contraire restent bien orientées avec une croissance annuelle de la production de près de 3%. **Les prix des importations sont restés stables en mai** par rapport à avril, essentiellement en raison de la baisse des prix de l'énergie (-3,7% sur les produits pétroliers). Les prix affichent une croissance nulle en rythme annuel. Rappelons que les prix des importations sont mesurés avant les droits de douane. En dehors de l'énergie et des produits alimentaires, toutes les principales catégories ont augmenté, y compris 0,9% pour les fournitures industrielles hors combustibles et 0,2% pour les biens d'investissement intensifs en capital. Les prix des semi-conducteurs sont restés stables après un bond record de 6,5 % en avril.

**Une partie de l'accord commercial entre les Etats-Unis et le Royaume-Uni, signé en mai, devrait entrer en vigueur avant la fin du mois.** Les droits de douane américains de 10% sur les importations de biens britanniques resteront en place, mais certains droits de douane sectoriels seront réduits. Dans un décret signé le 16 juin, le Président américain a indiqué que les droits de douane sur les véhicules britanniques seront abaissés à 10% (avec un quota de 100000 véhicules par an), tandis que les biens du secteur aérospatial seront exemptés de taxes douanières. Ces modifications entreront en vigueur dans les 7 jours qui suivent la publication du décret présidentiel au journal officiel du gouvernement fédéral, soit très probablement avant la fin du mois de juin. Par ailleurs, l'accord de principe signé en mai entre Londres et Washington prévoyait également une suppression des droits de douane sur l'acier et l'aluminium britannique. Les négociations doivent encore se poursuivre, et l'acier et l'aluminium en provenance des Royaume-Uni resteront soumis pour le moment à des droits de douane de 25% (contre 50% pour le reste du monde). En parallèle, le Royaume-Uni prévoit de réduire ses barrières commerciales sur certains produits américains, notamment la viande bovine, l'éthanol et les produits agricoles.

Selon le *Congressional Budget Office* (CBO), le projet de loi sur les impôts et les dépenses voté par les républicains à la chambre des Représentants augmenterait le déficit budgétaire de 2 800 Mds\$ d'ici 2034, après prise en compte des impacts du projet sur la croissance. Précédemment, l'estimation statique du projet de la Chambre évaluait le creusement du déficit à 2400 Mds\$. Les projections du CBO indiquent que l'économie croîtrait un peu plus vite que si le Congrès ne faisait rien et laissait les réductions d'impôts expirer en fin d'année. Mais cet impact positif serait complètement annulé par la hausse des taux d'intérêt qui coûterait plus de 400 Mds\$ au gouvernement fédéral sur 10 ans.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



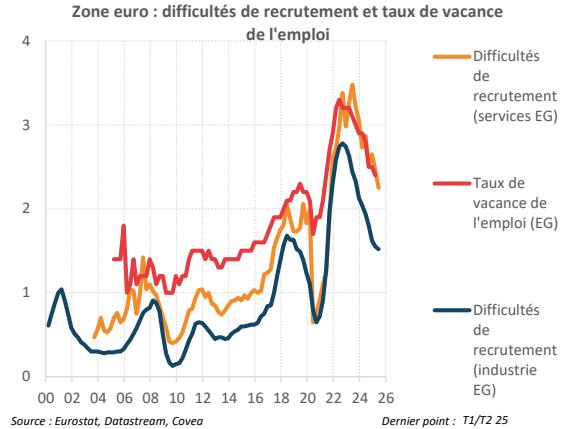
# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Détente sur le marché du travail de la zone euro »

**Dans la zone euro, le coût du travail a continué à ralentir au premier trimestre.** Sa progression sur un an est revenue à 3,4%, contre 3,8% en fin d'année 2024. La moindre dynamique s'explique par celle des salaires (+3,4% en glissement annuel (GA) vs +4,1% au T4 24), alors que les autres composantes du coût du travail (essentiellement les charges patronales nettes des subventions) ont enregistré une progression plus forte (+3,4% vs +2,7%). Ce mouvement est concentré dans l'économie non-marchande, où le coût du travail ne progressait plus que de 2,5% (GA) au premier trimestre, après +3,4% précédemment.

**Dans le secteur privé, la dynamique reste plus soutenue,** avec une hausse de 3,8% (GA) du coût total du travail (comme des seuls salaires), après +3,9% fin 2024 (+4,2% pour les salaires).



Ce ralentissement du coût du travail, même modéré dans le secteur privé, intervient dans un contexte de poursuite de la détente du marché du travail : **le taux d'emploi vacant est revenu à 2,4% dans la zone euro au premier trimestre**, un niveau qu'il n'avait pas connu depuis le deuxième trimestre 2021. Par rapport à son pic du deuxième trimestre 2022, il a reculé de 0,9 point de pourcentage. Même s'il reste relativement élevé par rapport au passé, la baisse du taux de vacance de l'emploi illustre l'amoindrissement des tensions sur le marché du travail, un élément à surveiller dans le cadre de notre suivi des pressions inflationnistes.

**L'excédent de la balance des transactions courantes de la zone euro a fortement diminué en avril**, revenant de 51Mds€ le mois précédent à 20Mds€. Ce mouvement est le reflet de ce qui a été observé dans les exportations de marchandises : les livraisons de biens ont fortement augmenté, notamment aux Etats-Unis, au premier trimestre, avant l'entrée en vigueur des « droits de douane réciproques » annoncés par Donald Trump, puis elles ont reflué en avril. Comme déjà constaté sur les statistiques de balance commerciale, les exportations de marchandises de la zone euro sont toutefois stables sur un an. Malgré cela, l'excédent des transactions courantes a été divisé par deux entre avril 2024 et avril 2025, sous l'effet notamment de l'augmentation des importations de services.

Le redressement de la confiance des investisseurs en une amélioration de la conjoncture économique allemande s'est poursuivi en juin. L'indice ZEW des perspectives économiques a encore progressé de plus de 22 points, après un bond de près de 40 points en mai. Les sondés se montrent ainsi confiants en un redressement de la conjoncture économique en Allemagne, dans un contexte où les droits de douane réciproques instaurés par l'administration Trump ont été ramenés à 10% pour les importations américaines en provenance de l'Union européenne pour donner le temps de conduire des négociations sur les relations commerciales entre les deux camps.

A 47,5, cet indicateur retrouve ses plus hauts depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie. L'indicateur de jugement des investisseurs sur la situation actuelle de l'économie allemande, en hausse de 10 points en un mois, reste à un très bas niveau, de -72.

**Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre (BoE) maintient son taux d'intérêt inchangé à 4,25%.** Alors que six membres du Comité de politique monétaire étaient en faveur de ce statu quo, trois membres ont voté pour une baisse de 25 points de base. Dans son communiqué, la BoE a réitéré la nécessité d'une approche "graduelle et prudente" dans son assouplissement monétaire mais a tout de même souligné le ralentissement du marché du travail, et prévoit un ralentissement significatif des salaires sur le reste de l'année. L'incertitude accrue, et les risques d'une hausse des prix de l'énergie en raison du conflit au Moyen-Orient ont également été soulevés par la banque centrale.

**Cette décision s'est faite dans un contexte d'inflation toujours élevée.** L'inflation s'est en effet établie à 3,4% en mai (en glissement annuel), en légère baisse après la hausse de 3,5% enregistrée en avril. L'écart entre l'inflation et l'inflation sous-jacente se réduit, puisque les prix hors alimentation et énergie ont enregistré une croissance de 3,5%. Dans les services, l'inflation reste élevée (bien qu'en baisse par rapport au mois d'avril) à 4,7% sur un an. Cette publication confirme donc que les tensions sur les prix persistent au Royaume-Uni, faisant écho à notre scénario d'une inflation structurellement plus élevée, comme nous le mettons en avant dans nos *Perspectives économiques et financières*.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

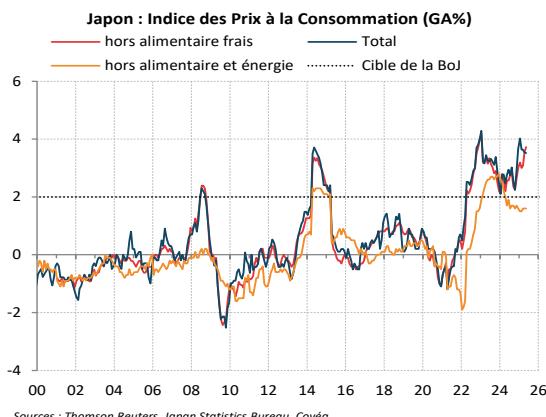


# Suivi Macroéconomique

## Asie

« La Banque du Japon annonce un ralentissement de la réduction de son bilan à compter d'avril 2026 »

**Lors de sa réunion de juin, la Banque du Japon (BoJ) a maintenu son taux directeur inchangé.** Concernant l'environnement économique et l'évolution des prix, la communication des banquiers centraux est restée largement inchangée. Le gouverneur Ueda a, à nouveau, insisté sur le poids des incertitudes entourant la conjoncture, notamment au regard de la politique commerciale de l'administration américaine et des tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Les banquiers centraux ont réitéré leur intention de poursuivre la normalisation graduelle de la politique monétaire, soulignant notamment le niveau historiquement bas des taux d'intérêt réels. Toutefois, ils continuent de ne manifester aucune urgence dans ce sens et privilégié clairement la prudence à court terme.



**Concernant l'évolution de son bilan, la BoJ a fait évoluer ses orientations prospectives sur ses achats d'obligations souveraines.** Depuis un an, la banque centrale réduit ses achats à hauteur de 400 Mds de yens par trimestre (2,8 Mds\$), et ce rythme sera maintenu jusqu'en mars 2026, en ligne avec le plan de réduction annoncé en juin 2024. Néanmoins, à compter d'avril 2026, ce montant sera abaissé de moitié, à 200 Mds de yens par trimestre, et ce jusqu'en mars 2027. Une évaluation intermédiaire de ce plan se tiendra en juin 2026. Selon le gouverneur Ueda, cet ajustement résulte de la prise en compte de la récente montée des rendements obligataires à long terme observée en avril et mai ainsi que des évolutions sur l'ensemble du marché des obligations souveraines. Il a qualifié cette décision de « mesure visant à prévenir toute instabilité future des taux d'intérêt et du marché obligataire ». En outre, les banquiers centraux ont réitéré qu'ils se tenaient prêt à intervenir de façon flexible en cas de remontée rapide des taux longs, notamment via des achats de titres plus importants, pour stabiliser le marché. **Dans sa communication, la Banque du Japon cherche ainsi à concilier prévisibilité, en annonçant à l'avance sa trajectoire de réduction des achats, et flexibilité, pour faire face à un environnement de plus en plus incertain.**

**Si la Banque du Japon privilégie la prudence, l'inflation reste bien au-dessus de la cible de 2%.** La croissance de l'indice des prix à la consommation s'est quelque peu modérée à 3,5% en glissement annuel en mai, après 3,6% en avril, mais cela reflète essentiellement le recul des prix très volatils des produits alimentaires frais. Une fois cette composante exclue, la dynamique des prix accélère à 3,7% (3,5% en avril). L'inflation reste tirée par les prix de l'alimentation (hors produits frais) et les prix de l'énergie affichent encore une forte croissance, bien qu'en modération sur le mois. Hors alimentation et énergie, l'inflation reste stable pour un troisième mois consécutif à 1,6%. Malgré une accélération très graduale depuis février, les prix des services restent relativement peu dynamiques à 1,2% et ce en dépit des hausses de salaire historiques annoncées par les entreprises japonaises. **Outre le poids des incertitudes, l'attentisme de la banque centrale peut aussi refléter la crainte d'enrayer cette dynamique inflationniste historique, après trois décennies dominées par des pressions déflationnistes.**

\*Du 16/06/2025 au 22/06/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

stable pour un troisième mois consécutif à 1,6%. Malgré une accélération très graduale depuis février, les prix des services restent relativement peu dynamiques à 1,2% et ce en dépit des hausses de salaire historiques annoncées par les entreprises japonaises. **Outre le poids des incertitudes, l'attentisme de la banque centrale peut aussi refléter la crainte d'enrayer cette dynamique inflationniste historique, après trois décennies dominées par des pressions déflationnistes.**

**Sur le plan de l'activité, l'enquête PMI rapporte un redressement en juin.** L'indice PMI manufacturier progresse de 1,0 point à 50,4 et repasse ainsi en zone d'expansion de l'activité pour la première fois en un an. Néanmoins, cette amélioration se concentre surtout sur la composante « production » alors que les composantes plus prospectives ont peu évolué. En particulier, les entreprises interrogées rapportent que les hausses des droits de douane américains et le poids des incertitudes continuent d'affecter la demande à l'exportation. Dans les services, l'indice PMI progresse de 0,5 point à 51,0 en juin et ce en dépit de l'affaiblissement des nouvelles commandes à l'exportation.

**Concernant les négociations commerciales entre les autorités japonaises et américaines, la rencontre entre D. Trump et le Premier ministre Ishiba, en marge du G7 au Canada, n'a toujours pas permis d'aboutir à un accord.** Le principal point de désaccord semble être la question des droits de douane sur l'automobile, sur lesquels l'administration américaine ne semble pas prête à proposer des concessions susceptibles de satisfaire le Japon.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



# Suivi Macroéconomique

## Focus : La PBoC annonce un plan pour l'internationalisation du Yuan numérique

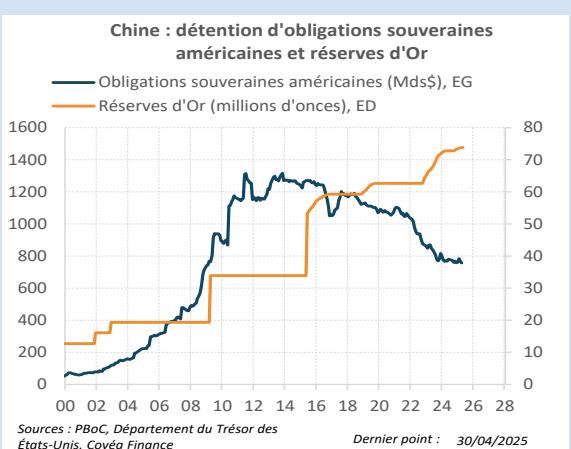
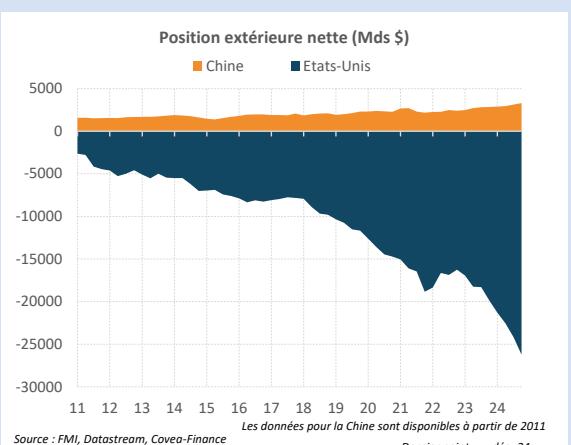
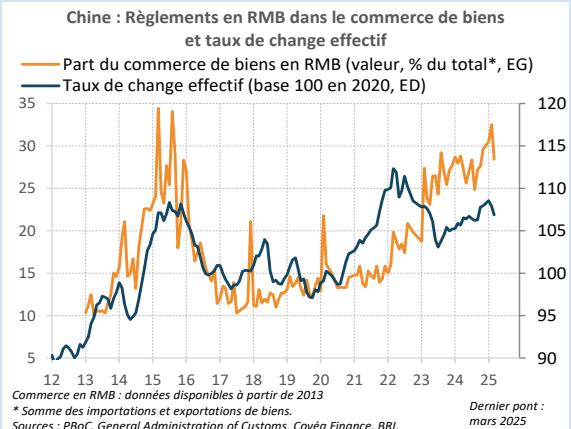
A l'occasion du forum de Lujiazui, un des principaux événements dédiés au secteur financier en Chine, le gouverneur de la Banque populaire de Chine (PBoC), Pan Gongsheng, a annoncé un plan pour promouvoir l'utilisation internationale du yuan numérique (e-CNY)\*. Il a appelé à l'émergence d'un système monétaire international multipolaire, caractérisé par la coexistence de plusieurs devises de référence. Selon lui, face aux difficultés, de plus en plus importantes, du système traditionnel de paiement transfrontalier, il est nécessaire de réduire la dépendance à l'égard d'une unique monnaie internationale. Dans son discours, le gouverneur a fait le constat d'une demande croissante pour l'émergence de nouveaux mécanismes de règlement et de compensation internationaux et considère que cette dynamique devrait s'accentuer.

Dans le cadre de ce plan, Pan Gongsheng a indiqué que la Chine allait établir un centre d'opération international pour le yuan numérique à Shanghai. Il visera notamment à faire de la ville une pionnière du développement de nouveaux outils financiers, tels que des instruments de financement du commerce basé sur la blockchain et d'autres instruments axés sur le financement de l'innovation et de la transition climatique. La PBoC a également indiqué son intention de développer un système d'information pour suivre les transactions sur le marché interbancaire afin d'en améliorer la transparence. Enfin, Pan Gongsheng a souligné qu'après plus d'une décennie de développement, la Chine avait mis en place un réseau de compensation transfrontalière en yuan.

Ces annonces du gouverneur Pan vont dans le sens d'un renforcement des efforts de la Chine pour réduire sa dépendance au dollar, et plus largement, réduire l'influence internationale de la devise américaine. Pour autant, les autorités chinoises ne semblent pas souhaiter, pour l'heure, que leur devise remplace le dollar comme monnaie de réserve internationale. Comme nous le soulignions dans nos Perspectives Économiques et Financières de mars 2025, la devise chinoise reste peu internationalisée au regard du poids du pays dans l'économie mondiale. En effet, à l'inverse des États-Unis, la Chine dispose de larges excédents commerciaux et est un créancier extérieur net vis-à-vis du reste du monde. Elle détient beaucoup d'actifs en devises étrangères, mais peu d'actifs libellés en Yuan sont disponibles hors de Chine pour répondre aux besoins de détention de réserves de changes des acteurs étrangers. En outre, la libéralisation du compte de capitaux chinois reste partielle, et réduit l'attractivité de la devise pour les acteurs étrangers souhaitant déplacer leurs capitaux librement.

A défaut de mettre en place les conditions nécessaires pour que le yuan se substitue au dollar sur la scène internationale, au prix des contraintes économiques associées à de telles réformes, les initiatives de la Chine pour réduire son exposition au dollar ont surtout visé, au cours des dernières années, à privilégier de plus en plus l'or aux titres en dollar dans ses réserves de changes et à augmenter la part du yuan dans ses échanges avec ses partenaires commerciaux (en particulier au sein des BRICS+), notamment via des accords de swap de devises avec leurs banques centrales. Ainsi, la promotion de l'internationalisation du yuan numérique semble s'ajouter à ces efforts visant à accroître l'attractivité du yuan pour les partenaires de la Chine.

\* Il s'agit de la monnaie numérique de banque centrale (MNBC) chinoise, c'est-à-dire une forme électronique de la monnaie nationale émise directement par la banque centrale. Elle a exactement la même valeur que la monnaie traditionnelle (1 e-CNY = 1 yuan) et est également utilisable comme moyen de paiement légal mais uniquement sous une forme numérique.



Louis Martin

Economiste Zone Asie



Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers.

Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties.

Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification.

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.

Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers.

Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits.

Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs de droits associés à ces données.

L'« Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.