

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

15 juillet 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Un label pour réorienter l'épargne européenne

Le label « Finance Europe », lancé en juin sous l'impulsion conjointe de la France et de l'Espagne, et rejoint par cinq États membres de l'Union européenne, ambitionne de réorienter l'épargne européenne - estimée à 35 000 milliards d'euros dont près de la moitié demeure investie dans des placements de précaution, principalement sous forme de produits bancaires ou des produits liquides et garanties - vers des investissements en fonds propres afin de soutenir le financement de l'économie. Cette initiative s'inscrit dans la mobilisation des ressources publiques et privées pour accompagner les priorités stratégiques de l'Union : innovation numérique, transition écologique, infrastructures critiques. D'ici 2030, ces enjeux exigeront un effort d'investissements supplémentaires évalués à 800 milliards d'euros. Enfin, le dispositif vise à renforcer la compétitivité ainsi que la souveraineté économique du continent.

Le label « Finance Europe » a pour vocation de structurer et de promouvoir des produits d'investissement long terme orientés vers le financement des entreprises européennes, tout en facilitant leur identification par les investisseurs particuliers et institutionnels. Chaque État membre participant sera amené à définir des incitations fiscales propres, afin d'accroître l'attractivité des produits labellisés.

Les fonds bénéficiant du label « Finance Europe » devront satisfaire à des critères stricts : ils seront tenus d'investir au minimum 70% de leurs actifs au sein de l'Espace économique européen principalement en actions, afin de contribuer au financement en fonds propres des entreprises, sans bénéficier de garantie publique en capital, et devront comporter une incitation à la détention de long terme, telle qu'une durée minimum d'investissement de cinq ans.

Ce label devrait favoriser l'émergence d'une offre harmonisée de fonds accessibles aux investisseurs dans plusieurs pays de l'Union, facilitant ainsi la distribution transfrontalière, et contribuant à l'intégration du marché européen de la gestion d'actifs. Les sociétés de gestion seront incitées à adapter leurs gammes de produits en transformant ou en lançant de nouveaux fonds spécifiquement conçus pour répondre aux exigences du label. Ces fonds « Finance Europe » devront se conformer aux exigences en matière de transparence, de reporting et de gouvernance dont le respect sera contrôlé par les autorités nationales compétentes.

Le succès de ce label, dont la mise en œuvre opérationnelle est prévue à l'horizon 2026, reposera sur la capacité des sociétés de gestion à développer des produits attractifs, sur l'implication des réseaux de distribution ainsi que sur l'engagement des États membres à soutenir cette initiative.

Le label « Finance Europe » incarne l'un des axes de nos Perspectives Économiques et Financières : le renforcement de la souveraineté économique, désormais érigé en impératif. Depuis plusieurs années, Covéa Finance s'engage à accompagner la transformation des entreprises européennes dans la reconquête de leur autonomie stratégique.

Gwenvael Le Mao

Gérant Multigestion



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« Une pause dans les levées de fonds ... »

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	11/07/25	26/06/25	T-12 mois	26/06/25	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,169	1,170	1,087	-0,1 ↓	7,6 ↑
€ / £	0,866	0,852	0,842	1,7 ↑	3,0 ↑
€ / Yen	172,30	168,98	172,62	2,0 ↑	-0,2 ↓
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	70	68	85	3,9 ↑	-17,6 ↓
Indice CRB*	567	566	541	0,2 ↑	4,7 ↑
Prix de l'once d'Or	3 364	3 334	2 422	0,9 ↑	38,9 ↑
Prix de la tonne de cuivre	9 661	9 900	9 787	-2,4 ↓	-1,3 ↓
Indice Baltic Dry**	1 663	1 553	1 947	7,1 ↑	-14,6 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1733	2332	3675	-25,7 ↓	-52,8 ↓

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.

Source : Pitchbook

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés de taux ont été orientés à la hausse la semaine dernière aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis avec comme catalyseur principal les annonces « tarifaires ». En Europe, la hausse s'est concentrée au début de la semaine à l'approche de l'échéance du 9 juillet concernant les négociations sur les droits de douane, qui auront finalement quelques jours de répit jusqu'à début août pour certains pays. Dans ce contexte, les taux européens progressent de 11 à 14 points de base à 3,42% pour la France, 2,73% pour l'Allemagne et 3,57% pour l'Italie. On notera que la courbe italienne est toujours sous la courbe française jusqu'à la maturité 6 ans. Aux Etats-Unis, même dynamique au global sur la semaine avec une légère détente en milieu de semaine suite à la publication des minutes de la FED ainsi que la publication des statistiques d'inscriptions au chômage bien orientées. Le taux à 10 ans progresse de 6 points de base à 4,41 %

Du côté du crédit, il y a eu peu d'émissions primaires la semaine dernière. Les primes de risque sont en légère baisse sur la semaine de 3 points de base sur l'indice de catégorie investissement (Bloomberg Euro Aggregate Corporate) et de 15 points de base pour l'indice haut rendement (Bloomberg Pan-European High Yield) en amont du début de la saison de publication des résultats du 2ème trimestre.

Le Focus de la semaine : « OBBBA : Money, Money, Money »

La loi « One Big Beautiful Bill Act » (OBBBA), a été promulguée par le Sénat américain le 4 juillet dernier. Cette loi est un vaste ensemble de mesures fiscales et de dépenses, incluant des réductions d'impôts, des augmentations de certaines déductions fiscales, des coupes dans les dépenses de Medicaid, et une augmentation du plafond de la dette, entre autres. Le coût de ces mesures est estimé par un rapport publié par le « Congressional Budget Office » (CBO) à environ 3 300 milliards de dollars de 2025 à 2034, augmentant ainsi les déficits : une baisse des revenus de près de 4 500 milliards de dollars et une réduction des dépenses d'environ 1 200 milliards de dollars. Cela porterait le déficit à environ 7 % du PIB et maintiendrait ce niveau tout au long de la décennie.

La dette publique devrait augmenter pour atteindre environ 126 % du PIB d'ici 2034, contre 117 % dans le scénario de base. Cette augmentation est principalement due au fait que les réductions d'impôts et des dépenses sont applicables dès maintenant, alors que les économies sont progressives et étalées dans le temps. Les intérêts sur la dette devraient également augmenter, atteignant des niveaux annuels records jusqu'à 2 000 milliards de dollars à horizon 10 ans contre environ 1 000 milliards de dollars estimés à fin 2025. Les droits de douane pourraient générer environ 2 800 milliards de dollars de revenus, toujours selon le CBO, mais cette source de financement est incertaine en raison de la volatilité des niveaux de « tarifs » et des volumes commerciaux. Le rapport note également que les dépenses discrétionnaires sont déjà en baisse, limitant ainsi les possibilités de réduire davantage les dépenses.

Les déficits américains resteront élevés dans un avenir prévisible. Bien que la politique fiscale puisse stimuler la croissance à court terme, les perspectives fiscales à long terme restent préoccupantes et pourraient poser des risques pour la stabilité financière. Les États-Unis devront continuer à trouver des sources de financement pour leurs déficits persistants, sans signe de réduction à un niveau plus raisonnable dans un avenir proche. Ceci devrait se traduire naturellement par une augmentation des émissions de dettes du Trésor américain dans les années à venir. Le financement de ce déficit externe est crucial et dépend de divers acteurs internationaux et surtout domestiques alors même que l'on constate que certains pays comme la Chine sont moins présents qu'auparavant. Ceci pourrait mettre sous pression la devise américaine ainsi que les taux de rendement à long terme des Etats-Unis. Le taux à 30 ans américain a dépassé le niveau symbolique de 5% en mai dernier, et s'en approche encore aujourd'hui. La pentification de la courbe américaine se poursuit sur la partie très longue, l'écart de rendement entre le 10 ans et le 30 ans, atteint 52 points de base aujourd'hui, après plusieurs années à des niveaux proches de 0.

Xavier Bouscharain

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	28/03/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	0,00	0,00	0,00	0,50		
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	4,50	3,50	0,00	0,00	0,00	1,00		
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	4,00	3,00	0,00	0,00	0,00	1,00		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	5,25	4,25	0,00	0,00	0,00	1,00		
Banque du Japon	0,10	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,20	0,20	0,20		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,20	4,27	4,31	3,88	3,56	-7	-11	32	64	-42	14
Allemagne	2,30	2,41	2,44	2,02	2,33	-11	-14	27	-3	-55	16
France	2,81	2,85	2,88	2,56	2,83	-4	-7	25	-2	-2	47
Italie	3,68	3,68	3,70	3,70	4,15	1	-2	-2	-47	25	56
Royaume-Uni	3,93	4,00	4,10	3,54	3,46	-6	-17	40	48	-23	49
Japon	0,71	0,74	0,79	0,61	0,32	-3	-8	10	39	52	107
Crédit											
Indice Itraxx Main	54,2	53,5	53,2	58,1	95,5	0,7	1,0	-3,9	-41,3		
Indice Itraxx Crossover	297,0	289,9	304,1	309,9	486,6	7,2	-7,0	-12,8	-189,6		

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

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

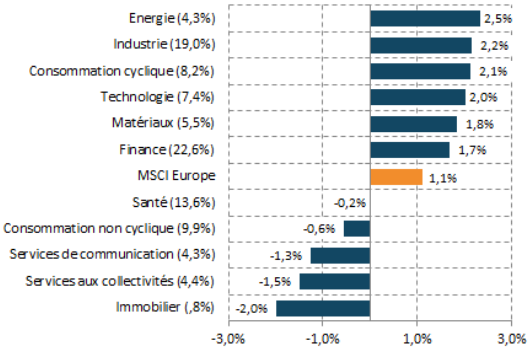
L'analyse des marchés :

Les indices européens progressent sur la semaine avec le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) en hausse de 1,1%, dans un contexte d'évolution des négociations commerciales entre les Etats-Unis et différentes zones géographiques et dans l'attente d'une décision finale avec l'Union européenne. Les secteurs les plus exposés au cycle économique tels que l'énergie (+2,5%), l'industrie (+2,2%) et la consommation cyclique (+2,1%) enregistrent les meilleures performances hebdomadaires. A l'inverse, l'immobilier (-2,0%), les services aux collectivités (-1,5%) et les services de communication (-1,3%) tirent les indices à la baisse. Depuis le début de l'année, la finance (+20,2%) demeure la plus forte performance sectorielle.

Au niveau des valeurs, on retrouve BMW en hausse de 9,9% sur la semaine dans un espoir d'issue favorable aux négociations sur les droits de douane entre les Etats-Unis et l'Union européenne évoqué par son directeur général. WPP chute (-19,7%) à la suite d'une révision à la baisse de ses revenus et de sa marge opérationnelle en raison de l'environnement économique et de difficultés à remporter de nouveaux contrats. Barry Callebaut (-9,7%) réduit ses prévisions également en raison de la volatilité du prix du cacao.

Notons enfin la forte surperformance des indices de petites capitalisations qui poursuivent leur progression sur la semaine avec le MSCI EMU Small Cap en hausse de 2,1%.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 04/07/2025 au 11/07/2025 (GICS)



Le Focus de la semaine : Introductions en bourse, une reprise qui tarde à se concrétiser en Europe

Déjà morose en 2023 et 2024, l'activité des introductions en bourse en Europe peine toujours à redémarrer en 2025. Les développements récents confirment que la reprise espérée cette année s'annonce plus difficile que prévue. Deux exemples illustrent cette tendance ces dernières semaines : Brainlab et Autodoc, deux entreprises allemandes bien positionnées sur leurs marchés respectifs, ont suspendu à la dernière minute leur projet d'introduction, malgré l'avancement du processus.

Brainlab, spécialiste des technologies médicales et notamment des solutions numériques pour la chirurgie de pointe, avait lancé son offre fin juin, avec une première cotation prévue début juillet. L'opération a été interrompue brusquement, l'entreprise invoquant un environnement de marché trop volatil, accentué par l'instabilité géopolitique, ne permettant pas d'atteindre une valorisation jugée satisfaisante. Quelques jours plus tôt, Autodoc, acteur majeur de la vente en ligne de pièces automobiles, avait lui aussi suspendu son entrée en Bourse à Francfort, en raison de conditions de marché jugées peu favorables, dans un contexte de prudence persistante des investisseurs institutionnels et de faiblesse du secteur automobile. Ces cas ne sont pas isolés. Plus tôt dans l'année, le laboratoire allemand Stada Arzneimittel avait déjà repoussé son projet, désormais attendu pour l'automne 2025.

À Londres, la situation est encore plus marquée : le montant total des introductions en bourse y est au plus bas depuis plus de trente ans, bien que cela s'explique aussi par des facteurs spécifiques au marché britannique.

Certaines entreprises choisissent néanmoins de maintenir leur introduction. C'est le cas de HBX, spécialiste des technologies pour le voyage et l'hôtellerie, coté à la Bourse de Madrid, ou encore plus récemment de Cirsia, poids lourd des jeux d'argent en Espagne et en Amérique latine, et de Semco sur la place de Paris, fournisseur de solutions pour l'industrie des semi-conducteurs.

Si quelques opérations parviennent à se concrétiser, la situation actuelle témoigne du contexte d'incertitudes macroéconomiques et géopolitiques et probablement d'un niveau de valorisation espéré par les émetteurs ne rencontrant pas les attentes des investisseurs. Dans ce contexte de volatilité persistante, tel que décrit dans nos Perspectives Économiques et Financières, de nombreuses entreprises choisissent de reporter leur projet d'introduction. Un contexte qui nous conduit, pour notre part, à faire preuve d'une sélectivité renforcée dans nos décisions d'investissement.

Ambre Saada

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	11/07/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/25	31/12/24	sur 12 mois	
MSCI EMU	182,9	180,2	178,7	163,2	165,5	1,5	2,4	12,1	10,5	↑
MSCI EMU Mid Cap	1262,4	1250,3	1242,1	1056,7	1040,9	1,0	1,6	19,5	21,3	↑
MSCI EMU Small Cap	521,8	514,6	504,9	390,5	430,5	1,4	3,3	33,6	21,2	↑
MSCI Europe	182,8	180,8	179,6	169,9	174,2	1,1	1,8	7,6	4,9	↑
France CAC 40	7829,3	7696,3	7557,3	7380,7	7627,1	1,7	3,6	6,1	2,7	↑
Allemagne DAX 30	9087,1	8911,8	8860,3	7648,6	7120,5	2,0	2,6	18,8	27,6	↑
Italie MIB	40077,9	39622,1	39351,3	34186,2	34318,1	1,2	1,8	17,2	16,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8941,1	8822,9	8735,6	8173,0	8223,3	1,3	2,4	9,4	8,7	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10319,4	10222,5	10250,2	9877,2	9771,8	0,9	0,7	4,5	5,6	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, les annonces de mise en place de droits de douane à des niveaux conséquents par l'administration américaine avec un grand nombre de pays (Indonésie, Malaisie, Japon, Corée du Sud) n'ont pas freiné la hausse des marchés. La Corée du Sud enregistre la plus forte progression, soutenue par des flux étrangers saluant une fois de plus la stabilité politique à l'issue des élections et recherchant les valeurs technologiques. L'Indonésie termine également en territoire positif, le pays étant perçu comme moins vulnérable aux droits de douane. De son côté, la Chine est soutenue par les espoirs de nouvelles mesures de soutien au secteur immobilier. À l'inverse, les autres pays d'Asie du Sud, considérés comme davantage pénalisés par l'application des nouveaux droits de douane, ainsi que le Japon, en amont de l'élection de la chambre haute, terminent la semaine en repli. Parmi les éléments transverses, Suzuki a annoncé son souhait de produire son premier SUV électrique destiné au Japon à partir de ses usines indiennes, se servant de l'Inde comme base aux exportations. Par ailleurs, notons que l'Autorité monétaire de Hong Kong (HKMA) a dû acheter des dollars hongkongais pour maintenir la devise dans sa borne de fluctuation contre le dollar américain, quelques mois après avoir vendu sa devise dans un objectif inverse. Dans les tensions entre les pays, le ministère chinois du Commerce a interdit l'exportation de matériaux vers huit entreprises de défense taiwanaises.

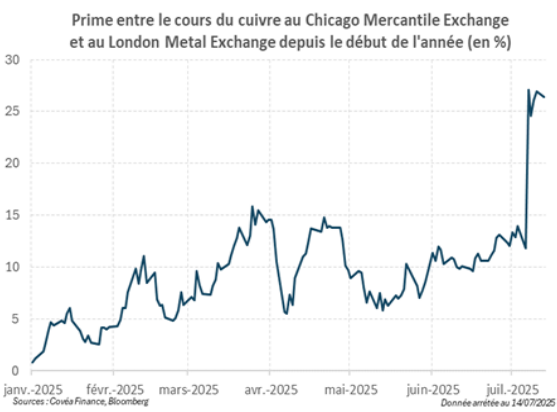
Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 clôture la semaine en baisse et sans réelle direction sectorielle, pénalisé par le manque de visibilité sur l'évolution des droits de douane. Dans les matériaux, l'administration américaine annonçait prendre une participation significative dans l'entreprise MP Materials qui exploite la seule mine américaine de terres rares pour réduire sa dépendance à l'égard de la Chine. Les valeurs de cuivre étaient en hausse après les menaces de Donald Trump de taxer les importations à hauteur de 50%. Les compagnies aériennes bénéficiaient des commentaires de Delta Airlines sur une stabilisation des réservations sur les vols aux Etats-Unis après le net recul de mars et avril sur fonds de guerre commerciale. Les entreprises exposées à l'énergie solaire étaient pénalisées par la volonté de l'administration de rendre plus stricts les critères d'éligibilité aux crédits d'impôt sur les énergies propres. Après une série de plans de licenciements, Microsoft déclarait avoir économisé 500 millions de dollars grâce à l'IA. Enfin, Alphabet annonçait réduire le prix de ses services informatiques pour le gouvernement américain, faisant ainsi écho aux commentaires d'Oracle la semaine dernière, alors que l'administration cherche à réduire les dépenses publiques.

Le Focus de la semaine : Quels effets des droits de douane sur le cuivre ?

Le président Trump a déclaré le 9 juillet que les États-Unis allaient imposer des droits de douane sur les importations de cuivre, à un taux de 50%. Pour rappel, les États-Unis représentaient 6% de la demande de cuivre raffiné dans le monde en 2024 et sont importateurs à hauteur de 50% de leurs besoins. Cette annonce était très attendue depuis que le gouvernement américain a lancé en mars 2025 une enquête au titre de la section 232 sur le cuivre et plusieurs autres produits. Ces enquêtes évaluent l'impact des importations sur la sécurité nationale, et leur portée va bien au-delà du seul cadre économique. Si les résultats étaient très incertains, le marché n'avait toutefois pas anticipé une décision aussi extrême. Le meilleur indicateur en était l'écart de prix CME-LME (prix du cuivre coté aux États-Unis – prix du cuivre coté à Londres), qui était resté stable aux environs de 10-12 % depuis l'annonce de l'enquête au mois de mars, ce qui laissait entendre que les acteurs de marché anticipaient plutôt des droits de douane autour de 25%.

Dès l'annonce, le prix du cuivre sur le CME a fortement grimpé, l'écart de prix CME-LME passant ainsi à 25%. Le niveau de prime n'est pas encore figé ; des incertitudes demeurent sur le calendrier et sur une éventuelle mise en œuvre partielle ou avec des exemptions. Cette situation pourrait intensifier les flux d'arbitrages physiques, avec des tentatives d'expéditions vers les États-Unis malgré les droits, si les marges le justifient. Plusieurs sociétés de courtage de matières premières semblent étudier déjà des solutions de contournement via des pays tiers, misant sur une application différée ou partiellement exonérée selon les origines. Le comportement du marché dans les prochaines semaines dépendra donc fortement de la clarté des modalités d'application, ainsi que d'éventuelles contre-mesures ou exemptions bilatérales qui pourraient rapidement changer l'équation.

Cette décision de l'administration américaine s'inscrit dans une stratégie plus large de réindustrialisation et de sécurisation des approvisionnements pour les matériaux stratégiques. Après l'aluminium et l'acier, le cuivre semblait être un candidat naturel à l'imposition de droits de douane. Cette mesure pourrait raviver les tensions commerciales avec les grands pays exportateurs de cuivre, notamment le Chili, le Pérou et la Chine, qui envisagent déjà de déposer des recours auprès de l'OMC. Par ailleurs, plusieurs industriels américains, en particulier dans les secteurs de l'électronique, de l'énergie et de la construction, ont exprimé leurs inquiétudes face à une hausse des coûts de production. Dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, nous avons identifié qu'une telle augmentation aura des effets inflationnistes directs et indirects.



Sophie Pons Dublanc

Adjointe au Responsable d'équipe Gestion Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	28/03/24	J-7	15/03/2024	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/2024	29/12/23	sur 12 mois	J-7	15/03/2024	29/12/23	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	5 254	5 234	5 117	4 770	4 051	0,4	2,7	10,2	29,7	0,6	3,6	12,7	31,1
Etats-Unis - Dow Jones	39 807	39 476	38 715	37 690	32 859	0,8	2,8	5,6	21,1	1,0	3,8	8,1	22,4
Etats-Unis - Nasdaq	16 379	16 429	15 973	15 011	12 013	-0,3	2,5	9,1	36,3	-0,1	3,5	11,6	37,8
Japon Nikkei 300	592	570	573	500	415	3,7	3,2	18,3	42,6	4,0	2,6	12,8	26,4
Corée du Sud KOSPI	2 642	2 749	2 667	2 614	2 453	-3,9	-0,9	1,1	7,7	-4,2	-1,5	-0,7	4,3
Chine - Shanghai	3 011	3 048	3 055	2 975	3 261	-1,2	-1,4	1,2	-7,7	-1,0	-0,9	1,9	-11,2
Hong Kong Hang Seng	16 541	16 499	16 721	17 047	20 309	0,3	-1,1	-3,0	-18,6	0,4	-0,2	-0,9	-17,4
Marchés Emergents - MSCI	1 040	1 039	1 035	1 024	986	0,1	0,5	1,6	5,5	0,3	1,5	4,0	6,7

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Obligations vertes: enjeu de crédibilité face au risque de l'écoblanchiment

Au cours de 10 dernières années, le volume des émissions des obligations vertes a bénéficié d'un bon dynamisme (l'encours annuel émis multiplié par 17 et le nombre d'émissions multiplié par 12 en 2024 par rapport à 2014).

Il s'agit d'une classe d'actif à part entière. A la différence des obligations classiques, destinées à financer les besoins généraux des entreprises, les fonds issus des obligations vertes doivent obligatoirement être affectés au financement des projets « verts » définis par l'émetteur. Le marché s'appuie sur les pratiques de place, principalement les Green Bond Principles, (« GBP »), développés par l'ICMA (« International Capital Market Association »). Il s'agit des lignes directrices auxquelles les émetteurs peuvent adhérer de manière volontaire. Leur objectif est de favoriser la transparence et une approche commune afin d'assurer l'intégrité du marché des obligations vertes. Plus récemment, un nouveau standard appelé EU Green Bond Standard (« EU GBS ») a été mis en place par l'Union Européenne. Les modalités de ce nouveau label sont fixées dans la loi européenne et sont plus exigeantes que les GBP, mais son adoption reste également volontaire.

Une des différences majeures entre ces deux standards de marché est la latitude donnée à la définition des « projets verts ». Ainsi, les GBP de l'ICMA laissent à l'émetteur de définir ce qui est vert, ouvrant ainsi la porte au risque d'écoblanchiment. Seuls des exemples des projets (tels les énergies renouvelables, l'efficacité énergétique, les moyens de transports propres, etc.) sont fournis, mais la liste n'est pas définitive. Le caractère vert de l'obligation est alors revendiqué par l'émetteur. A contrario, l'EU GBS se fonde sur l'alignement à la taxonomie européenne : 85% des projets financés doivent être alignés et 15% restant doivent être soit les activités pour lesquelles il n'existe pas de critères techniques définis par la taxonomie, soit les activités que le consensus international qualifie comme « vertes ».

Bien qu'entré en vigueur depuis décembre 2024, il y a eu peu d'émissions réalisées sous la vignette de l'EU GBS depuis le début d'année 2025, comme nous l'avons évoqué dans notre édito du 30/06/2025. La majorité des émissions sont réalisées aujourd'hui en alignement avec les GBP de l'ICMA.

Les « Green Bond Principles » sont basés sur le principe de la transparence des émetteurs et sont construits autour de 4 thématiques :

- Utilisation des fonds (catégories de projets éligibles) ;
- Processus de sélection et d'évaluation de projets ;
- Gestion des fonds ;
- Reporting (allocation et impact).

A ce titre, plusieurs documents sont mis à disposition des investisseurs. (i) A l'émission:

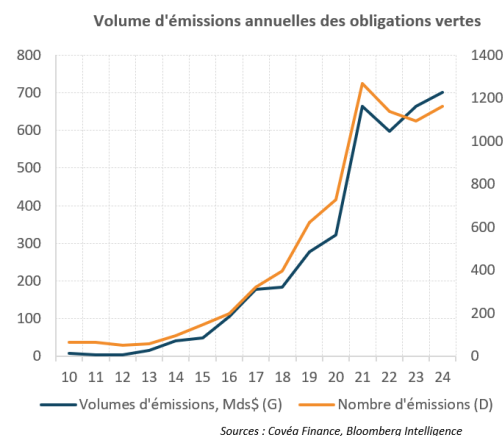
- Le document cadre, qui décrit les raisons de l'émission, les objectifs recherchés par l'entreprise (alignement avec sa stratégie ESG), ainsi que les principes de gouvernance mis en place autour de 4 thématiques ci-dessus)
- Le rapport d'audit réalisé par un tiers indépendant (appelé « Second Party Opinion » ou « SPO ») à travers lequel l'auditeur s'assure évalue la robustesse de la gouvernance du document cadre et son alignement aux GBP.

(ii) Au cours de la vie de l'émission:

- Les rapports d'allocation, publiés annuellement jusqu'à l'allocation complète des fonds. Cela permet de s'assurer que les fonds sont alloués à des projets prévus. Dans le cas contraire l'émetteur apporte une justification suffisante.
- Les rapports d'impacts, permettent de suivre les indicateurs de performance environnementale des projets financés en ex ante et/ou en ex post. L'objectif pour les investisseurs est de pouvoir mesurer les impacts des projets financés.

Pour les obligations n'ayant pas une vignette EU GBS, la preuve du caractère vert de l'émission reste du côté de l'investisseur.

A Covéa Finance, nous avons une approche d'analyse qualitative des obligations vertes, fondée sur la lecture fine des documents publiés par les émetteurs, et alignée avec les meilleures pratiques GBP de l'ICMA. Cette approche prend notamment en considération la transparence de l'émetteur sur les projets financés, et leur impact. Nous privilégions également les émetteurs qui communiquent dans leur reporting de manière séparée sur chacune des émissions, lorsqu'il en existe plusieurs. Notre fonds Covéa Obligations, labélisé Greenfin, et composé à 75% à minima des obligations vertes permet d'investir dans cette classe d'actifs.



Victor Pavlov

Analyste financier et extra financier



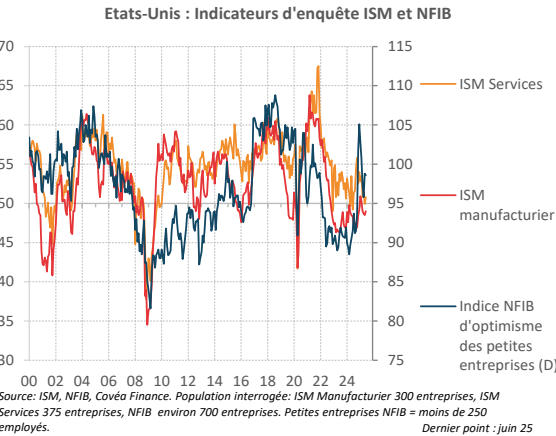
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Donald Trump remet la pression sur les partenaires commerciaux des Etats-Unis »

Alors que la pause de 90 jours sur les droits de douane « réciproques » arrivait à expiration le 9 juillet, l'administration américaine a relancé un nouveau cycle d'escalade des droits de douane. Le Président américain a adressé à plus d'une vingtaine de pays une lettre dans laquelle il les informe du taux de droits de douane qui leur sera appliqué le 1er août, en cas d'échec des négociations commerciales avant la fin du mois. Un premier envoi visant 14 pays mentionne des droits de douane allant de 20% à 40%, dont 25% pour le Japon, la Malaisie et la Corée du Sud, des niveaux proches de ceux dévoilés initialement le 2 avril (les droits de douane « réciproques » avaient été ramenés temporairement à 10% le 9 avril pour la quasi-totalité des partenaires commerciaux, pendant une période de 90 jours laissant la place à la négociation d'accords commerciaux). L'Union Européenne, avec laquelle les négociations

semblaient en bonne voie, est finalement particulièrement ciblée puisqu'elle se verrait appliquer des droits de douane de 30% à compter du 1er août, un niveau supérieur aux annonces du 2 avril (20%). Le Canada et le Mexique seront visés par des surtaxes douanières de respectivement 35% et 30%, contre 25% actuellement, hors produits conformes aux critères de l'accord commercial Etats-Unis, Mexique, Canada (USMCA). Par ailleurs, Donald Trump a ciblé également le Brésil avec des droits de douane de 50%, en raison des mesures prises contre les entreprises de la technologie américaines et du sort réservé à l'ancien président Jair Bolsonaro, actuellement poursuivi pour une tentative de coup d'Etat en 2022. Cet usage des droits de douane par l'administration américaine, concernant des questions de politique intérieure éloignées des considérations commerciales, pourrait encore accentuer le climat d'incertitude. Enfin, le Président a annoncé l'imposition le 1er août de droits de douane de 50% sur les importations de cuivre. Il a également évoqué des droits de 200% sur les produits pharmaceutiques qui pourraient s'appliquer l'année prochaine. M. Trump a également menacé de surenchère tarifaire tout pays qui s'engagerait dans des mesures de représailles. Avec ces multiples annonces, l'administration américaine remet une pression maximale sur les partenaires commerciaux des Etats-Unis en vue d'obtenir des conditions commerciales plus favorables. Cela renforce également le risque de pressions inflationnistes en cas d'échec des négociations d'ici le 1er août, ce que la Réserve fédérale intégrera dans son analyse lors de sa réunion de politique monétaire des 29 et 30 juillet.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Indice de confiance NFIB	Indice	juin-25	98,6	98,8	90,7	93,0

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

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Les Minutes de la réunion de politique monétaire de juin ont apporté peu d'éléments nouveaux quant à la position des banquiers centraux : une large majorité de membres du comité de politique monétaire est favorable à la position attentiste, tandis que seuls deux membres ont indiqué qu'ils pourraient envisager une baisse dès la réunion de juillet. On sait depuis qu'il s'agissait des Gouverneurs Bowman et Waller qui avaient fait des déclarations en ce sens quelques jours après la réunion. Concernant l'impact des droits de douane sur l'inflation, seuls « quelques » participants s'attendent à des augmentations de prix ponctuelles, tandis que « la plupart des participants ont souligné le risque que les droits de douane aient des effets plus persistants sur l'inflation ». **En tout état de cause, les annonces tarifaires de cette semaine devraient conduire les autorités monétaires à maintenir une approche prudente quant à un éventuel assouplissement.**

Les stocks des grossistes ont diminué en mai (-0,3% en glissement mensuel), après quatre mois consécutifs de hausse. Il semble donc que le mouvement d'accumulation en anticipation des droits de douane se soit interrompu en mai, en particulier pour les biens durables dont les stocks reculent de 0,8% sur le mois. Dans le détail, les stocks de véhicules baissent de 1,5%, de mobilier de 2,2% et d'équipements informatiques de 2,8%.

L'indicateur d'enquête NFIB mesurant la confiance des PME est resté globalement stable en juin (98,6 après 98,8), à un niveau inférieur au pic enregistré en décembre dernier, mais en ligne avec la moyenne de long terme (98). La part nette des entreprises s'attendant à une amélioration de l'économie dans les six mois a reculé de 3 points à 22%, tout comme celle des entreprises s'attendant à une augmentation de leurs ventes (7%). Les répondants soulignent que le haut degré d'incertitude lié à la politique économique fait que les dépenses d'investissement diminuent et les plans de dépenses restent déprimés. La part des entreprises déclarant que l'inflation est leur problème le plus important a baissé de 3 points pour atteindre 11 %, soit la part la plus faible depuis septembre 2021.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

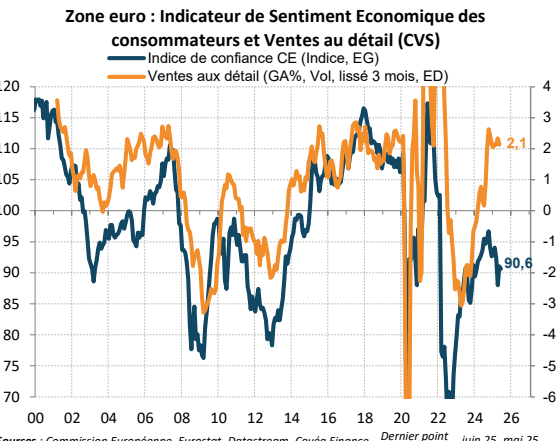
« L'Union européenne prépare (toujours) sa réponse à Donald Trump »

L'annonce par Donald Trump de surtaxes douanières de 30% sur les importations en provenance de l'Union européenne a surpris les dirigeants européens. Si des nuances persistent sur la manière de mener les négociations, l'unanimité se construit sur la nécessité de répondre par des mesures appropriées en cas d'échec des discussions d'ici le 1er août. A cet effet, la liste de 21Mds€ de produits importés des Etats-Unis, qui subiraient une surcharge de droits de douane reste d'actualité et la Commission a travaillé sur une seconde liste de produits qui toucherait un montant de 72Mds€ d'importations. Ursula Von der Leyen a réaffirmé que ces contremesures ne seront pas activées avant que les négociations soient totalement terminées. Elle estime aussi que l'instrument anti-coercition adopté lors de la législature précédente est destiné à faire face à des situations exceptionnelles et que la situation actuelle ne peut

pas être qualifiée ainsi. **Parallèlement aux négociations avec les Etats-Unis, la Commission a annoncé être parvenue à une entente politique avec l'Indonésie** pour travailler à la mise en place d'un « accord de partenariat économique global ». Le commissaire au commerce a aussi rappelé les discussions en cours avec d'autres pays, notamment d'Asie.

Les ventes au détail, en volume, ralentissent en zone euro. Elles ont reculé en mai par rapport au mois précédent et leur progression sur un an est revenue de 2,7% en avril à 1,8% en mai. Elles stagnent depuis le retournement de tendance de l'indicateur de sentiment des consommateurs sous l'influence notamment des craintes qu'ils expriment sur les conséquences de la politique commerciale américaine sur les perspectives économiques, et donc d'emploi et de revenus.

Du côté de la BCE, Philip Lane estime que le retour à l'objectif de l'inflation est réalisé. La baisse supplémentaire des taux directeurs intervenue lors de la réunion de juin du Conseil des gouverneurs est vue comme une assurance contre un excès de diminution du taux d'inflation. Néanmoins, face à l'incertitude persistante sur ce que seront les relations commerciales internationales dans les prochains mois, il est important que l'Eurosystème continue à réagir à l'analyse des données disponibles à chacune de ses réunions et fasse preuve d'agilité dans la mise en œuvre de sa politique monétaire. En ce qui concerne la stratégie de la banque centrale, il répète que l'objectif d'inflation est symétrique. Il n'est toutefois pas nécessaire de réagir à des déviations jugées temporaires de l'inflation par rapport à son niveau désiré, mais la BCE se doit d'être prête à des actions fortes si un risque important de déviation durable est identifié. Pour cela, les services du SEBC conduisent des analyses de risques et de sensibilité. Ils élaborent aussi des scénarios alternatifs à celui considéré comme central. A cet égard, Isabel Schnabel, qui considère aussi que la stabilité des prix a été retrouvé, estime qu'il faudrait des signes tangibles de déviation de l'inflation



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE Ventes au détail Vol, CVS, GA%	mai-25	1,6	2,6	-1,9	1,1
AL IFO - Climat des affaires Indice	juin-25	88,4	87,5	88,9	86,8
AL Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	mai-25	2,1	-2,4	-1,9	-4,6
FR Indicateur de confiance Bdf Indice	juin-25	95,6	93,9	94,5	93,7
IT Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	mai-25	-0,8	0,0	-2,1	-3,9
RU Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	mai-25	-0,3	0,3	-0,8	-1,2

*Du 07/07/2025 au 13/07/2025 Sources : Refinitiv, Covid Finance

par rapport à l'objectif à moyen terme pour qu'une nouvelle baisse des taux directeurs s'avère nécessaire.

Le Conseil de l'Union européenne a activé la clause dérogatoire nationale prévue par le pacte de stabilité et de croissance (PSC) pour 15 États membres (Belgique, la Bulgarie, la Croatie, le Danemark, l'Estonie, la Finlande, la Grèce, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne, le Portugal, la Slovaquie, la Slovénie et la Tchéquie), afin de contribuer à faciliter leur transition vers une augmentation des dépenses de défense au niveau national tout en veillant à la soutenabilité de la dette. La clause couvre une période de quatre ans et permet une flexibilité pouvant atteindre jusqu'à 1,5 % du PIB chaque année. Le cas de l'Allemagne, qui a également demandé l'activation de cette clause, sera examiné lorsque son gouvernement aura finalisé son plan budgétaire et structurel à moyen terme.

Alors qu'approche le sommet Chine-UE, qui devrait se tenir à Pékin le 24 juillet, destiné notamment à œuvrer au rapprochement en particulier commercial entre les deux entités, le ministre chinois des Affaires étrangères, en visite à Bruxelles dans le cadre de la préparation de l'événement, a clairement indiqué à Kaja Kallas, représentante de l'UE pour les affaires étrangères, que son pays ne pouvait pas accepter la défaite de la Russie en Ukraine parce que cela permettrait aux Etats-Unis de reporter leur attitude hostile vers la Chine. Une prise de position peu susceptible de favoriser le rapprochement de l'Union européenne et de la Chine. Par ailleurs, après enquête anti-dumping, la Commission européenne a annoncé de nouvelles surtaxes sur des produits importés de Chine.

La France et la Grande Bretagne ont conclu un accord qui confirme la volonté de coopération des deux pays en matière d'armement nucléaire. La « déclaration de Northwood » indique que les deux pays ont décidé d'approfondir leur coopération et coordination en matière d'usage de leur arsenal nucléaire. Un accord a aussi été trouvé au sujet des migrants : la France s'engage à accueillir les clandestins indésirables au Royaume-Uni et venus en traversant la Manche, en contrepartie de quoi, le Royaume-Uni recevra le même nombre de migrants considérés comme « légitimes », notamment en raison de la présence de leur famille sur le territoire britannique.

Au Royaume-Uni, le contre-coup de la forte croissance inattendue du premier trimestre se confirme : après avoir diminué de 0,3% en avril, l'indicateur mensuel de PIB a encore reculé de 0,1% en mai, sous l'effet d'une forte baisse de l'activité dans l'industrie manufacturière et dans la construction. Le taux de croissance sur un an est ainsi revenu à 0,7%, un plus bas depuis juin 2024.

Jean-Louis Mourier
Economiste



Suivi Macroéconomique

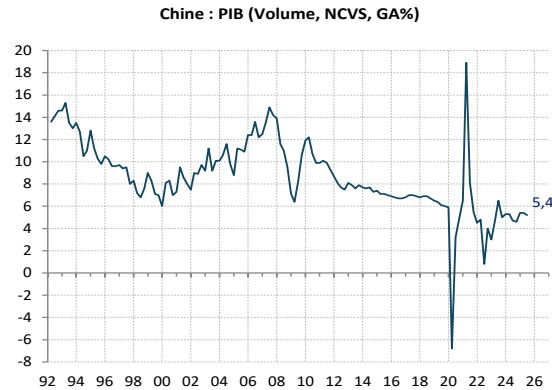
Asie

« L'économie chinoise reste solide au deuxième trimestre, malgré les tensions commerciales »

Selon les données publiées par le Bureau national des statistiques (NBS), la croissance réelle du PIB chinois s'est quelque peu modérée au deuxième trimestre (T2), mais reste vigoureuse, à 5,2% en glissement annuel (GA) après 5,4% au T1, en dépit de la montée des tensions commerciales. En glissement trimestriel, la croissance a atteint 1,1% après 1,2% au T1.

Toutefois, la croissance nominale du PIB affiche une franche modération à 3,9% en GA au T2 (contre 4,6% au T1), illustrant le renforcement des pressions déflationnistes qui se répercutent à la hausse sur la croissance réelle. Ainsi, le déflateur du PIB, un indice des prix sur la valeur ajoutée domestique, a décliné de 1,3% en GA au T2, soit un niveau historiquement faible, et affiche ainsi un 9ème trimestre consécutif de déclin. Le renforcement des

pressions déflationnistes s'illustre également par le recul du taux d'utilisation des capacités de production industrielles, à 74,0% au T2 (-0,9 point de pourcentage sur un an), un niveau particulièrement faible. Notons que les données de juin sur les prix à la consommation rapportent une hausse marginale (+0,1% en GA après -0,1% en mai) alors que la baisse des prix à la production s'amplifie, à -3,6% sur un an (après -3,3% en mai). Selon le NBS, les industries exportatrices subissent une pression particulièrement importante sur leurs prix de vente, une partie de la baisse étant destinée à « absorber » partiellement les droits de douane. En outre, les prix restent tirés à la baisse par la déprime persistante de l'activité dans la construction. Ainsi, les pressions déflationnistes chinoises restent particulièrement significatives. Comme nous le soulignons dans nos Perspectives économiques et financières, ces pressions pourraient se diffuser aux pays occidentaux par le canal commercial et, ainsi, partiellement contrebalancer les facteurs structurels inflationnistes que nous identifions, tels que les effets de la transition énergétique, des tensions géopolitiques et des hausses de salaires.



Sources : NBS, Thomson Reuters, Covéo Finance (début de la série 1992)

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
CH	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	juin-25	2,8	3,7	3,0	3,2
	Total des flux de crédit	GA%	juin-25	8,9	8,7	9,5	8,0
	Prod. Industrielle	Vol, NCVS, GA%	juin-25	6,8	5,8	4,6	5,6
	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	juin-25	4,8	6,4	7,8	3,3
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	juin-25	0,1	-0,1	0,2	0,2
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	juin-25	0,7	0,6	0,7	0,5
	Exportations	Vol, NCVS, GA%	juin-25	5,8	4,8	-4,7	5,8
	Importations	Vol, NCVS, GA%	juin-25	1,0	-3,4	-5,5	1,1
	PIB	Vol, NCVS, GA%	T2 25	5,2	5,4	5,4	5,0

*Du 07/07/2025 au 15/07/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Concernant les données d'activité de juin, la production industrielle gagne en dynamisme alors que la demande faiblit. La production industrielle a progressé de 6,8% en GA, contre 5,8% en mai, avec une dynamique qui reste particulièrement marquée dans le secteur high-tech et l'automobile. En revanche, la croissance des ventes au détail s'est modérée sur le mois à 4,8% (après 6,4% en mai). Si la consommation reste soutenue par les programmes gouvernementaux de primes à la reprise pour l'achat de biens durables, les effets de ces soutiens semblent s'estomper. Les investissements se sont également modérés dans le secteur manufacturier (5,1% en GA, après 7,8% en mai) et dans les infrastructures (5,3% en GA, après 9,3% en mai) et restent en forte contraction dans l'immobilier (-12,9% en GA, après -12,0% en mai). Dans l'ensemble, le secteur immobilier poursuit sa forte détérioration en juin et demeure le principal point noir de l'économie chinoise.

Les données de commerce chinoises continuent également d'illustrer un déséquilibre entre vigueur de l'offre et faiblesse de la demande. L'excédent commercial de la Chine a

atteint 115 Mds\$ sur le mois de juin (13 Mds\$ de plus qu'en mai), soit un niveau historiquement élevé. La croissance des exportations s'est accélérée à 5,8%, après 4,8% le mois précédent, notamment grâce au moindre déclin des exportations vers les Etats-Unis à -16,6%, après -35,2% en mai, en lien avec le relatif apaisement des tensions commerciales et un probable effet de rattrapage. La croissance des exportations s'est modérée à destination de l'Union européenne (7,5% en GA, après 12,0% en mai) mais s'est accélérée à destination des pays de l'ASEAN (17,5% en GA, après 14,8% en mai). Par produits, les exportations de circuits intégrés et de véhicules ont particulièrement soutenu la dynamique sur le mois. Du côté des importations, la croissance reste bien moins vigoureuse, mais elle s'est reprise en juin, à 1,1% en GA (contre -3,4% en mai), notamment soutenue par la reprise des importations de pétrole, de minerai de fer et de cuivre.

Sur le plan diplomatique, les tensions restent vives entre les autorités chinoises et américaines. A nouveau menacée par Donald Trump après le sommet des BRICS qui s'est tenu au Brésil le week-end dernier, la Chine met en garde les Etats-Unis sur la possibilité de mesures de rétorsion si Washington décidait unilatéralement d'augmenter à nouveau ses droits de douane sur les importations en provenance de Chine. La réponse de la Chine pourrait une nouvelle fois passer en partie par des limitations à l'exportation de matières premières ou de biens intermédiaires. Parallèlement, la Chine cherche à déterminer comment répondre à la stratégie d'encercllement décrite par Scott Bessent, visant à opérer une différenciation des droits de douane selon l'origine des produits asiatiques, qu'il s'agisse d'exportations directes ou de réexportations, afin d'éloigner les producteurs chinois des chaînes de valeur mondiales.

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.